全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE NEW MONEY MASTERS

新金融大师

当代最成功的投资大师们的投资理念

⊙ 约翰·特雷恩 / 著
John Train



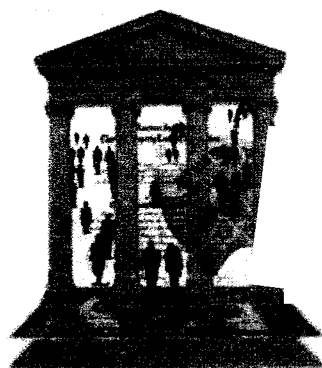
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE NEW MONEY MASTERS

新金融大师

当代最成功的投资大师们的投资理念

⊙约翰·特雷恩/著
⊙杨光明 彭灵勇 [illegible]
翟丰玉 唐华东 孟扬/译



海南出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Master
by John Train

Copyright © 1997 by John Train
中文简体字版权© 1998 海南出版社
本书由 HarperCollins 授权出版

版权所有 请勿翻印

版权合同登记号：图字 30-1998-46 号

新金融大师
约翰·特雷恩 著
杨光明 彭灵勇译
吴全昊 马 强校
责任编辑：孙 忠
※
海南出版社出版发行
（570216 海南省海口市金盘开发区建设三横路 2 号）
新华书店经销
北京博诚印刷厂印刷
1998 年 12 月第 1 版 1998 年 12 月第 1 次印刷
开本：850×1168 1/32 印张：13.5
字数：262 千字 印数：10000 册
ISBN 7-80645-255-9/F·16
定价：24.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

十年前，我曾为《金融大师》一书作序。在我的推荐下，也由于其本身所具有的价值，那本书成了畅销书，并一直处于重印之中。现在，它的姊妹篇《新金融大师》又与读者见面了，我希望它也能获得同样的成功。

无需隐瞒，我是约翰·特雷恩的表兄，也是他的客户。尽管如此，我仍然要说，他的公司经营的股票在过去十年中取得了19%的年综合收益率，这个成绩使得他本人与书中的大师们相比毫不逊色。因此，他十分胜任这个工作。

克莱本·佩尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引　言

本书将对《金融大师》(1980年第一版)中所介绍的9位卓越的投资家的资料进行补充。

10年过去了。原来的大师们大部分已经离开了舞台，新的大师们相继登台亮相了——从某种程度上说，他们是一群实干家，他们使用的技巧充满了魔力，或许这只是因为我们对此还不甚了解。

因此，似乎是到了另一阵风席卷过来的时候了。

对于这种变化，我仔细研究过一些著名的机构和豪富家族是如何来处理他们投资的。我希望读者能够欣赏到存在于枯燥无味的公共表像之后的复杂的、有时甚至是异化了的机构的X光下的景观。我还发现了一个杰出的人物——菲利普·卡洛特，他根本不能被称为“新人”，因为60多年的职业生涯使他更像是这一领域的导师。

在考察了下面这些例子之后，我将在结论一章中总结他们的经验：这些大师与他们的前辈们有什么区别，我们如何应用他们的发现赚钱。

约翰·特雷恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　吉姆·罗杰斯
——老练的投资者

非常成功的投资者往往会发明出新奇的投资方法。吉姆·罗杰斯就是这样的一个人：他以整个国家为赌注。当他确定一个国家比众人所相信的更加有前途时，他就在其他的投资者意识到这种交易的可能性之前，将自己的赌注投入这个国家。

例如葡萄牙，在 1974 年为极左派接管之后，这个国家一直在内战的边缘徘徊。这种情况类似于在萨尔瓦多·阿兰德统治之下的智利。政府请来许多专业活动家帮助发动一场左派运动：在智利，几千人来自古巴；在葡萄牙，几千人来自（前）苏联。资本都流向了国外，商业也萧条了。然后，葡萄牙的右派政党竭力为重新夺取权力而斗争，并且击败了极左势力，左派的冒险失败了。后来，这个国家又开始复苏，信誉也开始逐步地恢复，旅游和商业重新抬头，尽管都没有恢复到以前的标准。开始出现一些大的外国工业投资，不过，股票市场这个向来都很敏感的市场却一直不对外资开放。

在 1984 年，罗杰斯觉得时机成熟了，他想方设法接近葡萄牙管理投资事务的金融当局。1985 年，也就是 6 个月后，他被获准将他在当地股票交易所的交易中所赚取的利润兑换成美元。里斯本最重要的投资公司告诉他，葡萄牙的股票是不值得推荐的。然而，罗杰斯仍然建议他们购买里斯本交易所上市的所有 24 种股票，以及即将上市的所有的新股。他最后总共持有 35 种股票，此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后葡萄牙的股票行情不断看涨。他这次大胆的行为获得了辉煌的胜利。

罗杰斯在1984年的另外一次惊人之举是在奥地利。奥地利的股票市场不景气，几乎达不到23年前，也就是1961年的一半水准。许多欧洲国家都通过一些刺激投资的办法来激励它们的资本市场，其中也包括法国，它的经济和货币在弗朗索瓦·密特朗总统的社会党政府领导下已经崩溃了。罗杰斯认为奥地利政府正准备步其后尘。他确信，欧洲的金融家们——他们正在环顾四周，看有什么东西还没有动——将很快对奥地利进行投资。于是他向奥地利一家主要银行在纽约的分支机构询问一个外国人如何才能投资奥地利股票。但是这家银行不知道，几乎没有人曾对这个国家感兴趣，虽然它的经济稳定，也很成功。奥地利以外的信息几乎都是没有用的，因此，罗杰斯亲自去维也纳调查。在财政部，他向人询问有什么政治派别或者其他的利益集团反对放开股票市场和鼓励外国投资。当答案是没有的时候，他觉得不能错过时机了。

一个问题出现了：摩根·斯坦利国际指数表明奥地利股票的市盈率是67，这是一个令人吃惊的高数字。通过调查，罗杰斯发现这是一个完全误导的统计，因为这个指数仅由9家公司构成，其中还有3家正在亏损。摩根·斯坦利还说奥地利的市场缺乏足够的流动性。然而，这是因为大部分交易是在交易所之外进行的结果。银行之间的交易很频繁。罗杰斯认为，“摩根·斯坦利该杀。”另一方面，也是因为摩根·斯坦利的令人沮丧的数字，或许还因为外国投资者不愿意动脑筋去想，外国投资对奥地利没有丝毫兴趣。因此，罗杰斯投下了他的赌注，在第二年，股票指数上涨了145%。

在这一个时期，罗杰斯确信德国的市场即将繁荣起来。它已经平静了15年，而且，正在形成一种压力要求这个国家开放它的资本市场，像他在那时所说的，“在接下来的3年，德国的市场将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得极为有利可图。这个繁荣的投资市场会令人大吃一惊。”他雇了一个德国的经纪人，宣称他想买一系列股票。这个经纪人问，他是否应该给罗杰斯提供一些建议、报告、新的消息和每天的价格。“不，”罗杰斯回答说，“德国将有一个令人难以置信的扩张。假如我以常规为基础的价格作标准，我可能会卖掉这些股票。”他继续买进，同时市场也在发展。在1986年夏天，即市场在18个月内翻了一番之后，他又转手抛掉了。

罗杰斯不仅喜欢做多头交易，也同样喜欢做空——卖掉他还没有的股票，希望在以后能以更便宜的价格平仓（重新买回）。“能发现一个别人都不了解的国家是一件很有乐趣的事，”他说，“找到一个所有的人都以为是牛市的国家，然后做空就更好了。”就在同一年，就好像他的奥地利的投机之旅一样，他赌在4年内几乎翻了6番的瑞典股市将下跌。第二年，瑞典股市的下跌幅度只有10%左右，但是，罗杰斯做空的那些特别适于投机的股票，包括爱立信、ASEA、法玛歇和风布罗下降了40—60%。

1986年，他再一次想做空。这次是在挪威。像他所解释的那样，“他们有丰厚的石油收入，他们认为一切都会更好。但是从那以后，石油价格暴跌。而那一年早些时候，这个市场达到了历史最高价位。这显然是一个适合做空的市场。”不断上涨的挪威股市没能逃脱1987年的那场灾难。1987年11月，罗杰斯重新买回了挪威的股票以及其他所有卖空的股票。

1985年，罗杰斯到马来半岛试了一把。那时，新加坡有着42%的储蓄率。用经济学的术语讲，总理李光耀驾驶着一艘超重的船。他要求雇主和雇员都要为由中央统一管理的退休基金支付款项，然后，他允许用这笔钱的一部分购买蓝筹股。接着，他又削减了投资的税收。这为对股票的需求创造了条件。但是，由于经济和市场都很虚弱，并没有在事实上产生前述现象。增长率从1984年的8.2%下降到1985年第二季度的1.4%。因此，政府采取了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的应急措施来刺激经济。但是，一家主要由新加坡控股的公司，泛太平洋电力公司却偏偏在此时破产了。这家公司在香港、马来西亚、百慕大、文莱和英国有很多分公司。政府慌了手脚，11月2日，新加坡和吉隆坡的股票交易所被关闭了。

罗杰斯告诉他在政府中的朋友，关闭交易所是一个巨大的错误。事实上，当两个交易所在不久之后重新开张时，价格下降了25%。然而，对于罗杰斯来说，这是一个跌到底的信号，因此，他就进去了。马来西亚禁止在市场恢复有序之前发行新股票上市，新加坡也通过了类似的禁令。这种供应短缺和削减税收一起促成了需求的增涨，最后促使了股市的上扬。在18个月内，这两个市场都翻了一番。罗杰斯觉得，这两个国家都是以自然资源为基础的经济，如果考虑到商品价格可能会有些微的上升的话，那么，这种景气将继续下去。

罗杰斯也喜欢巴西，在那儿，他有大量的投资，尽管它的货币是不可兑换的。他在20世纪70年代早期就进入了巴西市场。一个股票交易所的官员告诉他，外国人公开在这里投资是不可能的。因此，必须通过黑市来做。

“好，那么，黑市在哪里？”罗杰斯问。

“我就是黑市。”这个官员回答说。

罗杰斯用一个他从未相识的巴西人的名字在银行开了一个账户，用它购买股票，支付银行佣金，做了大量交易。“整个市场在12年之内上涨了10倍或15倍。不是一种股票，而是整个股票市场！这就好像是道·琼斯指数一下窜到了23000点。”他说。

罗杰斯对使用一个傀儡来规避交易所的控制以在一个国家进行投资不总是有兴趣。假如这个人死了怎么办？约翰·坦帕尔顿曾经告诉罗杰斯他准备进入韩国市场，但是这在法律上是不可能的，罗杰斯不知道他现在做得如何了。

罗杰斯的策略总是在每个国家的最大银行以自己的名字来持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有他的股份，特别是在纽约有分支机构的银行。他的理由是，假如一个国家发生了全国性的经济危机，这家最大的银行将是最后一家破产的机构。

一个好国家的几个关键要素

罗杰斯衡量一个有很好的投资环境的国家的四个要素是：

1. 这个国家现在一定比过去运转得好。

2. 它的成绩也要比人们预想的高。

3. 货币必须是可兑换的。货币的可兑换性是一个很有趣的问题。他认为等到该货币已经是可兑换之后是最好的。这是一个根本性的问题。假如它将在一个月后变成可兑换的话，那么，他将等一个月。只要该货币变成可兑换的，就不愁没有大量的投资机会。这是一个基本观点。

4. 对于投资者来说，必须具备流动性。他说："假如我错了，我总是希望能够从中脱身出来。"

又考虑其他因素，假如任何其他外国人都不能进入该市场，那么，购买是无效的。因此，罗杰斯总是以一种传统的方式进行投资，以便了解他的追随者将面临的遭遇。人们有时候说，他们正在想法接近中央银行董事局主席。然而，这个权贵，用罗杰斯的话说，可能用空头支票来吸引投资者。

罗杰斯说，他考虑将印度尼西亚作为一个投资候选人。1988年，它的货币实现了自由兑换。沿太平洋边缘地区正在繁荣，印度尼西亚自然资源丰富，它的大量的、聪明能干的国民正习惯于从资本主义中获取利益。一个旨在鼓励外国人投资的委员会也已经产生了。官方决定建立一个股票市场，因为在这个地区的其他国家都有。24 种股票上市了（外国人只可以买其中的几种）。所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些措施都是成功的。然后，他们问，"既然我们已经成功地使外国人买，那么，我们如何不鼓励当地人买？"罗杰斯认为整个投资程序只是刚刚开始，假如他是对的，它将进一步向前发展。他看好作为经济基础的农产品，并且预测在石油方面将会有一个好转。"再过5年，麦瑞尔·林奇和詹姆斯·卡佩尔也会在这儿有办事处。再过7年，商业将繁荣起来，甚至百奇（Bache）也会在此开办事处。这将达到最高点。现在，不管怎么样，一个愿意冒险的投资者应该和印度尼西亚的经纪人签约，买下所有可获得的股票和每一种新上市的股票。"

罗杰斯说，约翰·坦帕尔顿曾打电话给他，说某个国家的东西显得出奇的便宜。罗杰斯回答说，他想知道为什么。有许多国家的东西都便宜，并且将一直便宜，因此，他想知道这种变化的原因。当他进入奥地利和葡萄牙进行购买时，投资者甚至还不知道在这些国家如何进行投资。因此，当他了解到这一信息具有可行性时，能够预测到一个较好的投资前景，因为国外的需求正处在上升阶段。

荒　地

我向罗杰斯描述了我自己在利用外国新发现的油田方面的经验。我发现投资于省会或者首都的空地是一个有利可图的途径。它们不是利率控制的对象，投资者不必投入大量的资本来扩展自己的商业。许多矿藏开发的利润都流到了政府手中，因为政府总是要对石油利润征税。这种利益还将扩展到相关的政府部门，这意味着更多的政府雇员、更多的办公机构和更多的办公用房，因此，整个都市就会一片大繁荣。甚至在苏格兰，在北海油田发现期间，用这种方法投资也比股票投资容易得多，因为后者不得不费心去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑哪家勘探公司有最好的领域或者由哪家公司领头来卖输油管或者为油田设备提供运输服务。邻近都市的荒地繁荣起来是不可避免的，同时给城市带来较少的麻烦。

罗杰斯同意这点，但是，他指出，假如事情变坏了，荒地可能卖不出去。而尽管一个股票市场垮了一半或3/4，你至少总能够从中退出来。我回答一个市场也可能被关闭或变得毫无希望而没有流动性，就像在早期一些国家确实发生的那样（他后来利用了这些国家的复苏）。在法国，当情况变得严峻时，常有一些金融资本转入了不动产领域。你无法立刻卖掉它，因而也不会受到暂时打击的影响，这是它的优势：从长远来看，持有荒地的办法可能是所有投资策略中最有利可图的。罗杰斯并没有反驳，但他自己仍然是喜欢流动性的东西。

起动过早

有时，罗杰斯在发掘新市场时也会犯急性病。1985年，伊朗和阿富汗的冲突削减了对西方出口东方地毯。在受到一个关于尼泊尔经济正在逐步繁荣的传闻的鼓动下，也是因为对那里的地毯需求的增长，罗杰斯亲自到了加德满都。尼泊尔股票交易所的负责人对这个孤独的美国人的兴趣感到吃惊。实际上，在这个市场只有9种股票，而且很少交易。当他盯着在加德满都的主要街道的小店时，说了一句话，“这是一个真正的初级社会。它太落后，也太复杂，并且没有通讯网络。”他认为乘汽车去喜马拉雅山旅行是一个比在此投资更好的主意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背　景

如何判断不同国家的风险和机会呢？通过旅行，通过阅读历史和哲学——而不是在商业学院。罗杰斯说他自己的成功，来自于发现那些别人都不去关注的事和别人打算去、却还没有去的地方。他引用基普林的一句话："他能够知道只有英国人才知道的英国人的那些东西吗？"他说，他以美国人的观点来看英国人，以英国人的观点来看美国人。

甚至还是一个学生的时候，他就开始关心国际货币和投资运动。60 年代初他在耶鲁大学毕业之后获得奖学金，进入了牛津大学。就在这个时候，他确信英镑要开始下跌。因此，他每天都只在手头上保留很少的钱：他认为英镑贬值后美元对英镑的汇率将升高，到那时再兑换更有利。贬值最终还是发生了，但是，罗杰斯在英国政府宣布英镑下跌之前已经返回到美国的家中。

罗杰斯是一个有自己风格的、"来自亚拉巴马州的穷小子"。他在第莫波利斯（Demopolis）长大（这是一个只有 7800 人口的小镇）。他家的电话号码以 5 打头，非常好记。最近的城市是有着 19000 人的塞尔马，离他家 50 英里远。他的父亲是一个古老的亚拉巴马州家族的成员，为博登化学公司管理一家生产埃尔默胶和甲醛的工厂。

罗杰斯考入耶鲁大学，1964 年毕业。由于一时拿不定要从事什么职业，他申请了几家研究生院，并在学校和几家公司的招聘者谈过。其中一位来自多米尼克合伙公司的招聘员和罗杰斯谈得很投机，罗杰斯当然也就有了工作。到最后，罗杰斯解释道，他决定在那个秋天去牛津。他问他的朋友能否安排做一个夏天的短期工作。这是一个不同寻常的要求，但是最终得到了妥善安排。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时，罗杰斯还不能区分债券和股票。但是他立刻就喜欢上了证券业务。

“我所喜欢它的原因不是它能挣钱，因为在那个时候我没有钱，但是，假如你聪明，使用你的智慧，并且关注这个世界，那么，你就能得到一切。在那时，我对世界上正在发生的事情有非常浓厚的兴趣，经常贪婪地阅读。你不必打领带*，也不必加入乡村俱乐部。你可以做你想做的事，并得到相应的报酬。我认为，那是我所见过的最有趣的事。”那年秋天，他去了牛津。在那儿，作为一个矮个子，他以舵手的身份赢得过划船比赛的冠军。(约翰·坦帕尔顿也在南方的小镇长大，并去了耶鲁和牛津。他们是通过巴利奥学院院长相识的。)

罗杰斯说话方式很谦逊，几乎有些害羞，但是能够迅速而准确地抓住要点。他总是穿着一件运动夹克和不相配的裤子，不穿大衣，甚至在纽约严寒的冬天也这样。在他回到美国时，他意识到他对国际金融最有兴趣。他想成为一个在任何地方和任何事物上都能投资的高手。1965 年夏天，他回到多米尼克合伙公司，在该公司的场外交易部工作。在接下来的两年，他从军了。在军队中，他经营着他的指挥官的各种有价证券，并且下定决心要赚钱。“我想赚到足够的钱以便我不再为工作担心。”他说。

离开军队之后，他先是在巴赫公司工作，然后为迪克·吉尔德工作。在那里工作时，他明白了一个道理：“你最好懂得数字。在 20 世纪 60 年代有许多人并不知道他们正在做什么。就现在的情况而言，许多人正在赚钱，但他们也不知道是怎么赚来的。”接着，他去了纽伯格和伯曼公司。

当 1970 年在安霍德和圣·布雷克罗德工作时，他认识了乔治·索罗斯。他们组成了投资领域中最成功的双子星。他们合作之

* 他现在总是打领结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后从没有哪一年是亏损的，并且，从1969年12月31日到1980年12月31日，索罗斯基金的赢利率达到了3365%，而同时的标准普尔综合指数上升了大约42%。开始的时候，他们只有自己两个人和一个秘书。索罗斯做交易，罗杰斯专门进行研究。

这个基金的特点在于独立思考，罗杰斯和索罗斯都没有时间去考虑华尔街的研究分析。“他们总是随大流。没有人能够这样做而致富，”索罗斯说，“这是最快的破产方法。”但是，罗杰斯不把他自己当成是一个盲目的反叛者——从1959年起每年都购买美国钢铁公司的股票，然后每年都亏损的人。在与众不同的同时，必须保证自己的正确性。

这个基金的最大的成功，来自预测大的和总体变化的能力——即与周期相对的长期的趋势。罗杰斯在他自己的投资中仍是保持这一方向。他当时解释说：“我们感兴趣的不是某个公司在下个季度的利润或者1975年铝的运输的前景，而是更广泛的社会、经济、政治因素，在将来的某个时候如何改变某个产业或某个股票板块的命运。我们所预见的和当前的股票市场价格之间存在的差别越大越好，因为这样使我们赚钱。”这就是华尔街所称的头脚颠倒的方法。

在以后的10年中，索罗斯和罗杰斯仍然是公司仅有的思考者，尽管职员已经增加到13人。在同一时期，该基金管理的资金已由开始时的1200万美元增长到2.5亿美元——这也是一个促使罗杰斯在1980年离开的因素，他认为大的基金变得无法管理。到他离开时，他的分红达到1400万美元。

罗杰斯说自己是“一个极度的孤独者，特立独行者，厌世者”。他有些放荡不羁的想法，曾驱车穿行拉丁美洲。他说他通常不喜欢与人交往，尽管他很乐意在哥伦比亚商业研究生院教授有价证券分析。他用第一次课的收入作为会费，取得了哥伦比亚体育馆的终生会员资格。沃伦·巴菲特参加过罗杰斯的一个班，说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是“绝对令人激动的……罗杰斯正在重复着本·格雷厄姆30年前的工作——将真实的投资世界带入教室。”

他计划将他的大部分钱捐给牛津和耶鲁的旅游团体，让其他人有和他一样宽阔的视野。假如学生们同意在连续的二年中75%的时间待在国外，那么，他们将每年获得1.8万美元。否则，将没有任何资助。对他的哥伦比亚的学生，他说，“学习历史和哲学吧。干什么都比到商学院学习好：当服务员，去远东旅行。”只有这样，他强调，他们才能对生活有一个全面的了解。

罗杰斯一度考虑去拿一个工商管理硕士学位。然而，多米尼克合伙公司的一位高级合伙人告诉他：“对蚕豆做空，你将在一次交易中学到比在商学院的二年中还多的东西。”罗杰斯没有去。真的，不久他就学会了如何赚钱。他在1968年开始做投机生意。在1970年1月，他感觉到熊市即将到来，他用所有的钱买了多个机械设备公司的股票期权。1970年5月21日，他卖出了他的股票期权。“我做得够多了。”他说。有些公司的价值在三、四个月中翻了3番。市场景气持续了几个月，然后罗杰斯又全部做空。可是，市场强劲地向前发展了2年。罗杰斯亏掉了他所有的钱。那不算多，但是失去的是他所有的钱。他觉得多米尼克的合伙人是对的，这是一次最有用的经历。他还是愿意用他5000美元的代价，而不是5000万美元的代价来经历它。

这时，他已认定对他来说最好的赚钱办法是经营套期保值基金，通过基金，他能买卖，也能卖空。从此以后，他从来没有停止做空，赚了很多钱。“当人们说我很幸运时，我很生气，”他说。“做空的时候更糟：我告诉人们事情可能变得糟糕起来，他们最好卖掉他们的股票。我告诉他们，我自己将打算做空。可是，他们回答说，摩根保证基金在工业方面有牛市的记录。然后，开始有了麻烦，他们的股票下降了。接着，人们将此归罪于我。他们甚至将石油价格的下跌也归罪于我。我以前不理解‘杀死那个提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息的人'的故事，直到它发生到我头上为止。”

基于他的国际化倾向，他于1971年在瑞士银行开了一个正式的付税账户，并开始在加拿大购买以盎司为单位的金条。他的这种行为开始于个人持有金块在美国再次成为合法之前。他有一张卡蒂尔一布里森拍的照片，显示了在1949年中国的国立银行门外等待着将纸币兑换成黄金的人群的骚乱，这给了他深刻的印象。他一次带一二块金条进入美国，万一他被抓住时不会导致太多的麻烦。他持有大量的黄金作为一个“保险策略”，尽管他不相信金价不久会上涨：一旦南非的形势不妙，它的政府、公司和私人都会迫不得已卖掉他们在国外持有的黄金，这会使金价回落。

他更进一步用瑞士法朗，并同时持有大量德国马克来保值。作为一个替代选择，罗杰斯对荷兰盾、奥地利先令和新加坡元感到满意。在1987年，他觉得美元对日元将大幅度下滑，但是，同时也发现东京市场是一个垄断的市场。他对这些年来大部分美国投资者仍不懂得以外国货币和债券作为防止美元和美国市场下滑的一个套期保值手段而困惑。

现在“已经退休”，管着他自己钱的罗杰斯说，“每个人都梦想赚很多钱，但是，我告诉你，这是不容易的。”他将他的很多成功都只归于勤奋。他说，当他是一个专职的货币经理时，“我生活中最重要的事情是工作。在工作做完之前，我不会去做任何其他事情。”当他与乔治·索罗斯合作时，他搬进了里弗塞德大道一所漂亮的、富有艺术风格的房子。他每天骑自行车去哥伦布环道上的办公室。在那儿，他不停地工作——10年期间没有休过一次假。他现在仍住在那所房子里。他用英国俱乐部式的风格来装修它。“那时，我工作最紧张，”他说，“我非常了解整个世界的走向，别人能做到的我都能做到。”他说，当他的观点和其他所有人都不同时，他从不对自己是否正确感到焦虑。“其他人在晚上不能入睡，我却高枕无忧。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前景展望

美国政府已经失去了控制，货币贬值速度之快超过了历史上的任何时期。在罗马，货币贬值花了300年，在西班牙花了一个世纪或更长些，在19世纪的英国花了50年，然而，在最近的12年中，美国的财政赤字上升超过该国历史的任何一年。在18世纪和19世纪美国是一个纯债务国，但是这些钱被用于生产积累。现在借钱是用于支付军费开支和转移支付。在两三年内，美国的外债将超过世界上其他国家的总和。世界的储备货币贬值那样快，在历史上是没有先例的，罗杰斯说，由此带来的一系列问题还没有在金融市场上完全反映出来。

接下来的步骤

不管发生什么，情况肯定会是糟糕的。不久，那些借钱给美国的外国就会认识到这里的情势失去了控制，将停止借钱给美国。到那时，政府必将面临如下三种选择：

1. 坐视不理，让美国的公众来弥补亏空。但是我们只有3%的储蓄率，因此利率将涨到18%或20%。这时，公债市场将消失，交易将受到控制（然而，不是对已经流往国外的钱，而仅是对在国内的钱）。

2. 通过财政政策想办法鼓励储蓄。

3. 削减开支。

这些措施中的任何一种都将损害经济。因此，一场财政危机在所难免。财务公司将大范围地破产，许多在华尔街和东京的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司将退出商业领域。此时的萧条能否转化为经济危机要看政客们的选择了：他们极有可能采取错误的方法。无论如何，到 1992 年共和党将下台。

为了制止灾难，罗杰斯相信有一些步骤是必须的。

首先，资本利得税应该取消。然后，储蓄税应该削减，恢复对艾拉斯和克沃夫计划的优惠供款。1986 年取消这些激励手段是一个严重的失误。

然而，罗杰斯相信，根本问题不在于税收，而是支出。例如，美国政府每年用 50 亿美元去支持 16600 个糖农。我们每磅的价格是 22 美分，而世界市场的价格是每磅 9 美分。这个消息会让拉丁美洲的人感到伤心，因为他们的糖价更低。罗杰斯的看法与政府相反，他建议一次性付给糖农一大笔钱，然后完全放弃这个行业。

投资股票

在国内的有价证券投资中，罗杰斯从行业的整体情况出发，就好像在国外投资，他将赌注押在一个国家一样。首先，他发展了一个广泛的投资概念。然后，他买下他认为有发展前景的某一行业的所有可以买到的股票。这也是他在一个国家买下所有股票的方式。他如何选择这些行业呢？他主要是寻找重要的不同寻常的变化而不去管商业条件的周期性波动。“发现低买高卖的机会的办法，是寻找那些未被认识到的、或未被发现的概念或者变化。不论什么时候你看到一些东西时，不要盯着它说，‘那是棕毯，’而说，‘那毯如何变化，或者那毯正在如何变化？世界上正在发生的什么事情正在使它现在和两、三年前不同。’假如你看到一家公司要破产了，它最终不一定会破产。假如你看到一家公司正在极为迅速地发展，它未必一定会迅速地发展。看变化也是如此。而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过变化，我的意思是长期变化，而不仅是商业周期的变化。我总在寻找一些将有出色业绩的公司，哪怕当经济正在滑坡之时。70年代的石油工业可能是一个例子。在经济中发生什么并不要紧。石油企业和石油股票发展得很好。经济运行得不好的因素之一就是因为石油股票运转得好，因为它们太繁荣。但是，我的意思正在于此：石油工业中所发生的长期变化要等10年左右的时间。”

罗杰斯探寻了四种主要的变化类型：

1. 灾难。例子包括洛克希德、克莱斯勒、International Harvester。这些巨大的公司危机，暗示了该公司所在的工业领域处在灾难之中。通常情况是，当一个行业处在危机之中时，随着两三个主要公司的破产，或处在破产边缘，该整个行业在准备着一次反弹，只要改变整个基础的情势存在。作为促成变化的媒介所需因素的一个例子，罗杰斯引用了钢铁工业：它已经破产很多年了，但是，没有什么东西能够将它从工业领域中驱逐出去。

2. 朝着更坏方向的变化。这通常符合“树不能长到天上去”的变化规则。当一个行业是如此的盛行，以至于投资机构持有了行业中顶级公司的80%以上的股份，那么，人们可以肯定地认为这些股票在市场上是价格过高的。在这种情况下，罗杰斯将对这些股票中的许多种做空，而不仅是一种。在此，投资者需要特别小心，因为现在价位很高的东西并不意味着它不能再走得更高一些。因此，当向着更坏的主要变化即将发生时，罗杰斯总是仔细研究，力求谨慎。

3. 新趋势。“自然美”是一个例子。当70年代妇女们开始放弃过份的化妆、甚至根本不化妆时，罗杰斯研究了雅芳实业的股票，并认定，尽管市盈率超过70，它最终还是要垮的。他以130美元的价格做空，一年后，他以低于25美元的价格平仓。

这些行业包括幼儿照管中心、构造房（又名活动房）、医院、连锁店和垃圾处理业。罗杰斯回忆1969年参加一次垃圾处理业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议，当时新的竞争已使该行业脱离了市政府或者玛非亚的寡头控制。其他的代表，其中一些举止行为都很粗鲁，非常吃惊地发现华尔街也有人出席了垃圾会议！然而，现在许多还是同样行为粗鲁的人在棕榈滩有了房子，他们中的一些公司还在纽约股票交易所上市了。最近，他看中了园艺业的增长——疗养中心等等——因为退休人员的人数和他们对休闲活动的需求正在增长。

另一个例子是摩托车。在50年代，“摩托车”意味着（像他所说的）“无效用的”、“低廉的”。然而到了60年代，本田公司可以做广告说，“本田带你去见最好的人”，或许能见到马尔柯姆·福布斯。罗杰斯没有及时掌握这一机会，但是他说，假如他当时和现在一样精明，一定会发现本田值得投资，所有日本的企业都值得投资。

另外的主要变化趋势包括医院，它们在一二代人之前都是由市政府和慈善基金经营的，今天，它们越来越多地为盈利公司所有；也包括戒酒中心和精神病中心。另外，还有活动房产业。当罗杰斯还是一个孩子的时候，它们被认为是一些歹毒的东西，他的母亲不想让他和住在里面的人交往。她称他们为“拖车垃圾”。

旅店业的连锁店的情况也类似。罗杰斯指出，在过去的30年里，希尔顿的市场扩充了100倍。过去，在不同的城市都有旅馆，甚至非常好的旅馆，但是，所有这些旅馆都由不同人所有和经营。然后，人们意识到在同一旗帜下以连锁店的方式经营它们能够带来规模效益，并且在质量控制方面有所改进。

当托儿所为幼儿中心所取代时，另一个长远的变化在20世纪70年代发生了。“在我成长的时候，我去托儿所。托儿所仅有一位街区上的小姐。当我们的妈妈去海滩或做那个时代妈妈做的任何事情时，她就收留整个街区的所有孩子，并照顾我们。但是，那的确是没有组织的，或者无效的或不经济的。在70年代，发展出了一些被称作幼儿中心的事物。它们的发展有许多原因：一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为它更有效率，更有组织，对于人们来说，送孩子到幼儿中心也较便宜。此外，它们也改变了税法，能够给你新的刺激，当你去工作时，给你的孩子予以关照。我们有了整体的职业女性的现象。我的意思是，妈妈回到工作中去，或去工作或者想工作。因此，它是一个全新的概念，一个有待发展的全新的市场。一些非常聪明的小姐们走到了一起，发展了幼儿中心的连锁业。幼儿服务公司实际上在1972年就开业了，那只是一家没有名气的亚拉巴马公司。你能够在此以公开的价格买到所有你想要的东西。我记得它是因为我是它当时唯一的一个机构投资者。现在，它当然已经成了一个非常有活力的产业。

4. 当政府决定行动的时候，他就将钱投入那个领域。1974年，当洛克希德公司被谣传可能破产时，罗杰斯成为它的最大的外部持股者。罗杰斯注意到，在1973年的阿—以战争中，尽管以色列有更高级的飞机和飞行员，但是埃及的空军仍对以色列空军有极大的优势。罗杰斯发现，苏联供应埃及电子设备，然而，美国不能为以色列提供这些设备，因为，在越战期间，我们将防卫努力集中在日常的供应上，因此阻止了技术设备的长远发展。了解到这个情况，罗杰斯推断，美国将不得不在国防电子方面赶上苏联。洛克希德有最好的一些设备，它的股票从每股2美元上升到每股120美元；劳罗尔公司从每股0.35美元上升到每股31美元；E系统以每股0.50美元上涨到每股45美元。在那个时候，E系统还鲜为人知，但是罗杰斯通过洛克希德和它最大的竞争者诺斯勒普，并且通过阅读商业月刊和向防卫专家咨询了解到它。当E系统每股上涨到8美元时，罗杰斯和一位银行家讨论它。这个银行家对E系统的事很感兴趣，但是，他说，到它每股涨到10美元之前，他不能为他的银行买它，因为那是这家机构的投资政策所规定的最低下限。人们有不同的“疯狂的标准”，罗杰斯说，例如，一个公司必须要有5000万美元的股本等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到政府的倾向，罗杰斯也把注意力放在收款代理业上，这是个很神秘也很有趣的行业。政府贷款给学生、小商业主和许多其他的人。在过去的几十年里，政府一直对回收这笔钱兴趣不大。70 年代，政府决定将这一工作转让给私人的代收机构去做。盘活 10 亿美元对政府而言，意义很小，但是，它对于一家小公司来说，却是一笔天文数字了，代收机构通常就是这样的小公司。

另一个发现是挖泥机。陆军机械公司在保持内河航道的可通行状态中处于关键地位，1975 年它认识到老挖泥机已经过时了。这家公司有三种选择：买新的挖泥机，改进旧的挖泥机，或者不做这笔生意，将它包出去。这家公司决定采用第三种选择，将它的挖泥机从 44 台减至 8 台（在那以前，所有独立的挖泥机公司加在一起才只有 24 台挖泥机）。一家公司，即大湖挖泥公司的市场马上就扩展了 1000%。

另一个依靠政府干预而改变的行业是疗养院。直到 60 年代，年轻人还习惯于照看他们的父母。但是，随后政府通过医疗救助和医疗保险制度来增加自己的干预力度，并为疗养院提供支持，疗养院公司开始创办大型的公共项目。当其中的一个最大的公司，即四季公司破产时，人们发现它使用了假冒的账户，并且，其他许多公司也被证明资不抵债，而不是真正的赚钱。其他丑闻也接踵而至，因此整个行业在市场上都垮了。不久，罗杰斯注意到其中的一些公司已经开始约束它们的操作，卖掉一些几乎无利可图的分支机构和亏损的生意，正在变得赢利。因此，他进行了一些调查。尽管该行业有丑闻，但是美国人口仍在不可避免地老化，因此，他仍投资贝弗利实业公司，这家公司后来有很大发展。

挖泥机的例子例证了罗杰斯另外一条重要的原理：供求关系的重要性。罗杰斯说，致富的关键就在于正确把握供求关系，共产主义者、华盛顿和任何其他人都不能排斥那条法则。我认为这是本书中最有用的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他又引用石油工业的例子来证明这一原理。罗杰斯问，为什么在本世纪 70 年代石油的价格会上涨?一般人的感觉是石油输出国组织使之上涨的。然而，他反驳道，从 1960 年起，石油输出国组织每年都想抬升原油的价格，但是，从没有成功过，价格总是再一次往下跌。真正的原因要追溯到更早一些的时候。在 19 世纪 50 年代，最高法院判定美国政府可以管制天然气的价格。政府随后这样做了，并且价格低得使生产天然气根本没有利润了，经常是简单地被烧掉了以至于到本世纪 50 年代末及整个 60 年代，美国很少有天然气井。然而与此同时，消费者醒悟到天然气作为一种燃料的优越性：它比石油或煤炭更便宜和更干净。逐渐地，居民转向了天然气，此时，天然气的开采正在急剧下降。因此，到了 70 年代初，许多天然气公司已经没什么可供应的了。罗杰斯记得，输气管债券的说明书已经不再允诺将以天然气的足够供应量来支付债券的利息。从赫尔墨契-佩恩公司（即一家钻井设备供应商）的一份年度报告中，他了解到在美国使用的器材的数量正在稳步下降，而这仅仅是因为人们不再为保持石油和天然气的供应量而开采了。

罗杰斯去图勒沙，调查了一系列的钻井公司。所有人都告诉他，商业条件很差。他认为，让这些石油公司破产，并且因此停止全国范围内的家庭天然气消费是不可想像的。因此，从遭受损失最大的沿海石油钻探公司开始，他买了油井的股票，页岩油公司的股票，和在这一行业中的所有的其他东西。不久以后，石油输出国组织的油价翻了四番，而且，石油禁运给这一市场以巨大的推动力。然而，在 1971 年，也就是石油输出国组织最终于 1973 年成功地提高油价的前二年，罗杰斯已经断定天然气工业在国内必定有重大发展。基本因素早就存在，石油输出国组织仅仅提供了在物理学上被称作“诱因”的东西。

无论如何，接下来“树不会长到天上去”的结果出现了。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油价格从每桶2.80美元上涨到每桶40美元时，整个国家都在从事节能运动：房屋隔热，更小型的轿车，有效率的设备。与此同时，石油开采也有了很大的进步。作为这两个因素的结果，供求关系开始向反方向转化，并不断强化。石油和天然气的价格——和股票——下跌了。

最近一个相似的情况，他说，是公用设施的股票。罗杰斯觉察出在这个行业一个重要的以政府为背景的变化正在到来：这些公司肯定不是受限制的对象。现在的管制比以前的更加不利，这对于他们来说是艰难的，因此，事情必须有所改进，甚至存在完全取消管制的可能。迄今为止，还没有接管者，没有杠杆收购，只有一次合并。这些公司中的一些有大量资金流入。从1981年第一次购买开始至今，罗杰斯大概拥有30种不同的公用公司的股票。他不想在本世纪90年代以前出售它们，而且，既使是以后打算卖出，也要一次把整个板块全卖掉。对于他来说，它们都属于一种股票，或者至少是一种概念。

他尤其喜欢大众公用公司和多米尼能源公司、弗吉尼亚电力公司。多米尼公司已经建立许多核电厂，最后放弃了一个，使它没有最后完成。当罗杰斯开始买时，它的股票的收益率是13—14%。随着公司资本支出项目的结束和石油及天然气价格的下跌，多米尼公司的情况有了很大的改善。罗杰斯指出，在公用商业领域，市场的扩大可能是不利的——你不得不建电厂来满足需求。同时，他觉得允许在不同领域、不同公司之间开展竞争可能对这一行业的健康发展是更有利的。

他所看好的另外的公用事业公司是北印第安纳公司和印第安纳公共服务公司。罗杰斯以每股62美元买了后者的包含有偿债基金的累积优先股。它不久之后便涨到每股90美元。每股有20美元的累积股息，它能及时支付。因此，罗杰斯的股票每股花了他42美元，在这个价位上它将有20%的收益率。罗杰斯说，当公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始偿付股息的时候，他可能卖掉这些股票。在 90 年代，该公司的普通股每股可赚 4 美元。它还能够从相邻的地区购买额外的装机容量。而且，假如必要的话，它还可以从核电厂转到以天然气为燃料的电厂。

技术和策略

罗杰斯在股票选择中的技巧是什么?有人认为其中之一就是：他从不与经纪人和证券分析员讨论。“你必须卖给那些人。”他们的观点不起作用，他宣称——他们都是随大流者，“甚至当你告诉他们事情正在发生变化的时候，他们不仅不相信你，而且可能对你仔细指认的证据表示蔑视。”

按照他的观点，最重要的事情是“培养一种独立思考的方法”，就好像他和乔治·索罗斯做得那么有利可图一样。他说：“我向来认为只是坐在那儿阅读是更好的。我不是非常聪明，因此，当我和人们交谈时，它可能搅乱我的思考。我较多地成功，仅仅是因为我坐在后面，阅读，计算，想出一些不合常规的办法，不管它们是如何的荒谬。假如我只是坚持我自己知道得非常清楚的东西，而不是别人告诉我的，我就发现股票较简单，而且更有利可图。”

他说，他从来不从内部信息中赚钱，即便是合乎法律和伦理的。根据罗杰斯的观点，内部信息十次有九次是错的，因为它本来就是不正确的，或者因为它已经被断章取义了。“假如你从公司总裁那里获得内部信息，那么，你将损失你一半的钱；假如你从董事局主席那儿获取内部信息，那么，你将亏光了你所有的钱。因此，离他们远点。”他建议道。

当他是一名专职的货币经理时，他常常阅读至少来自 5 个不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同国家的报纸、40多种期刊和80多种贸易月刊，包括《变化》(Variety)、《出版家周刊》(Publishers Weekly)、《铁器时代》(Iron Age)等。这其中的许多都非常无聊，而且充满了由公共代理机构所提供的错误信息。但是，有时也有一篇建设性的文章或者广告。他还读成百上千种年度报告，并为许多公司调查内部交易数据。他现在仍然大量阅读，但是比以前少一些。

罗杰斯的许多投资观点都来自对我们周围世界的观察。一个典型的发现是第一班克公司。美林公司的经纪人说，有一次美林公司的一个经纪人请他开一个现金管理账户，罗杰斯注意到他的现金管理账户支票是由他从来没听说过的第一班克公司制作的。他调查了这家公司，发现它有一个最早对其他经纪人使用的发票和信用卡程序的成长有贡献的计算机系统。他越研究这种情况，就越喜欢它，不久之后他成了它的一个股东。该股票从1980年中期的每股6美元上升到1986年中期的每股30美元。

未雨绸缪

他买股票的一个根本观点是坚持股票必须如此便宜，以至于尽管事情变得坏了，发生的最坏结果可能仅是你的资本在一段时间内将没有结果。罗杰斯说："我总是未雨绸缪。"例如，在一个公司处于破产的时候购买它的股票。一个人也不能总做空头生意：不管你如何正确，市场可能按照与你的意图相反的方向运动，并且使你亏掉一大笔钱。

他从不试图逃避税收。像他所说的那样，当他来北方时，就"立志于税收问题"。他从不为自己避税。许多避税的方法都是灾难性的，他指出。

他的交易原则的正确性使得他能够赚钱。罗杰斯活跃于商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流通领域，他做橙汁、菜油和马铃薯生意，他甚至在糖交易所购买了一个席位，作为以较高的食糖价格为赌注打赌的间接办法。

他也认为有必要同时拥有股票的空头和多头。总有一些人会赚钱，也总有一些时候事情会变坏。

投资循环

他的一个首要原则是，不要亏钱。假如你不知道情况你就不要去做。收起你的钱，以国库券的方式将其贮存起来，或者在短期资金市场投资，去海滨，或去看电影，去喝酒，做任何你想做的事情。

“然而，事情可能朝着你希望的方向发展。从短期资金市场取出你的钱，将它投进去，不管将会发生什么。并且，不管它是什么，将它留在那里，四年或者五年、十年。”

“你将知道什么时候再将其卖出，因为你将比任何其他人都了解得多。收回你的钱，把它放回短期资金市场，等待着下次将出现的事情。当你再做的时候，你将赢大笔钱。”

“因此，我的根本建议是不要亏钱。坚守你知道的事情，然后去寻找赚钱的机会。”

总分析表

罗杰斯喜欢会计总分析表，它们是他主要的分析工具。“成千上万张总分析表，许许多多的数据。”他不使用计算机，而是用手工工作。他过去常常让三个人做这项工作，现在减到了一个人。他不利用任何计算机资料，因为不知道这些事实是否可靠。他说，没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有信息比错误的信息更好。假如基本事实错了，那么，错误将会成几何数增长，可能会导致一个错误的决定。一个人尤其应该避免像标准普尔、价值线或者经纪人公司的报告中的第二手数据，必须回到年度报告和证交会要求的10个更详细的K报表中去寻找原始数据。

罗杰斯说，当他写信给一家公司时，他总是向他们索求他们与任何管理机构有关的文件。这些文件中有些是他不知道的。他指出对于那些在美国交易的外国公司，尤其是那些美国公民存款的吸收者，一个人应该在年度报告之外，索取它在美国的20个K报表（美国公司只需制作10个K报表)。这是非常重要的，因为外国公司的年度报告的信息可能极不充分。

在财务报表中，罗杰斯说，资产负债表比损益表更重要。他也很看重折旧的计算。他喜欢买处于破产边缘的公司。折旧账户中的有用现金可能告诉他尽管报表是亏损，这家公司并不亏损。他说，折旧和摊销只是一种记帐方法，并没有真正的现金流出。

他在几十年的时间形成了自己的总分析表的格式。当他犯了一个严重的错误时，他就在他的基本分析表下加一条线，以反映他以前忽视的东西：应收帐款项目的趋势等等。他发现非常长期的总表分析是必不可少的——10或15年——以提供了解一个公司所必要的具有历史意义的看法。(例子看附录Ⅰ)

例如，他研究许多年的盈利水平：当结果好的时候，它们为什么好？当结果差的时候，它们为什么差？罗杰斯喜欢买情况很差的公司，但只是在即将变好的时候，而不是它们已经变好了。因此，他需要知道最多能差到什么程度，又能好到什么程度。

罗杰斯说，他知道1987年的熊市还没有完全见效，因为他从没有碰到通过手工做总分析表的其他人。在繁荣的时期，什么都可以做，但是，在萧条时期，你要学会仔细。

他仔细确定的一些比率如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 资本支出：

a. 绝对数；

b. 对折旧的比例；

c. 对厂房和设备总投资的比例；以及

d. 对厂房和设备净投资的比例。

这个资本支出对折旧的比例不是一个科学的数据，但是，它包含了多年的情况，给人一个结构的视角。当它非常高时，这一行业可能处在巅峰状态，当它非常低时，（这时实际上没人在投资，）前景一定看好，因为这一行业的供给一定会出现不足。

2. 然后，他研究销售与应收款项，债务与所有者权益的比例和其他比例。当几乎没有存货之时，当应收款项低时，当边际利润是20%、税前股本收益率为25%之时，当资本支出以每年40－50%的速度增大之时，罗杰斯觉得这正是一个标准的高潮期的标志，是做空的大好时机。

他指出，每个行业都曾作为成长股存在过。在本世纪40年代和50年代，铝被当作一个迅速发展的工业。大部分以前的成长行业都会在以后某个时候复苏，可是这并不能让它们重新成为成长股。但是，当它们正被认为是成长股之时，……那么，你就有了一个做空的机会！

发现顶点

一个行业在即将转入萧条之前，情况是怎么样的呢？罗杰斯选择了金融服务业，以投资银行家和股票经纪人为例予以说明。他们雇用了大量的雇员，扩展他们的服务，在市场中赚钱。然后，大部分哈佛商学院的毕业生都宣布他们希望成为投资银行家。在那个时候，结局就为时不远了。例如，在1980年，阿塔雷雇用了5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的哈佛商学院的毕业生。3 年后，阿塔雷破产了。1986 年，戈登曼·萨基先后雇用了 5%的哈佛商学院的毕业生，在 2 年之内陷入了困境，大量地裁员，并削减建筑计划，等等。

1986 年末，罗杰斯在《大亨》杂志上发表文章，他预测在股票市场的一个大回升之后，将跟随着一次暴跌。并且他正在准备对投资银行和经纪人股票做空，因为他们过度扩张，雇佣规模过大，开了一些新的机构并出现了其他一些达到发展顶点的特征。事实上，他们在 1987 年全部都严重衰退。

找到低谷

罗杰斯喜欢用自己行之有效的各种比率来衡量市场水平；他认为，当它们达到较低的限度时，就会以另外一种方式开始发展了。例如，当一个行业的三四个最大的公司正在亏损之时，就像本世纪 70 年代晚期的汽车工业那样，要么汽车工业将不能再存在了——最不可能的！——要么条件获得改善。事实上，这个在 60 年代受到过份限制的工业*，在 70 年代的管制中松绑了，并且，它的资本需求也下降了。因此，他买了福特、通用汽车公司和美国汽车公司（非常不幸，不是克莱斯勒）的股票。一个相似的问题，像已经被提到的，出现在今天的公用核事业中。它们有无穷尽的问题，但是，又不能没有这一行业。因此，罗杰斯制订了一个收购计划。当他看到几个主要的公司正在亏损，并且资本支出开始停止之时，他认为这个行业就要复苏了。

本杰明·格雷厄姆的主要原则是当股票便宜得不会让你亏本之时，你就应该购买。罗杰斯对之的变通是，当有向好的方向转

---

* 我算出，在这一时期，管理和现代化所需要的资金超过了当时通用汽车公司的市场价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变的原因时，你就应该买入。

问题是市场的变化如何到来。他说：一个公司或行业的情况可能很糟糕，但是股票却有自己独特的价值。最先购买股票的人是因为他们的祖父在该工厂工作，或类似的原因。然后，是格雷厄姆式的购买。大概就在这个时候，该行业生产的产品供应开始枯竭：供求关系出现了一个关键的警示。然后，整个前景开始看涨，一个更大的购买链开始了。然后，股票上涨得越来越高，华尔街的经纪人都变得活跃起来，因此，他们的客户开始买入。接下来是经过5年的复苏之后，人们会认为它是个成长股（虽然事实并非如此），并且，更多的人仍要去购买。

但是，就在股票价格上扬最快之时，各种比例开始向它们最坏的方向发展。最后，人们买入仅仅是因为他们不动脑子。罗杰斯说，那时，他母亲将打电话给他，说她想买该股票。

“妈妈，您为什么想买入?”罗杰斯问。

“因为该股票已经翻了三番。”他母亲回答。

“不，妈妈，您不该那样做，”罗杰斯将说，“这是股票市场上最危险的一个阶段。”

接下来的是该股票下跌，所有运作都与不久前的走势相反。最后，罗杰斯的母亲又打电话。

“我想卖掉它。”

“为什么?”

“因为它下跌了90%。”

“不，妈妈，你不能那样做。”

1987年3月，罗杰斯预测到股票市场将有一次暴跌。他说，1987年金融市场的繁荣是由纸币所助成的——实际上是联邦赤字货币化。下面是那个月我们谈话之后我写的：

一旦下跌，势头将非常迅猛：道·琼斯指数可以在一天之内跌300点，尽管这种下跌可能要等到3000点开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始。我们可能先看到一个非常高的价格，但是，他认为这种情况或许要到1988年才能实现。（“或许是在6天内，或许是6个月……”）在每一个真正的金融恐慌中，人们最终都是抛售，因为抛售是惟一可为之事。当下降到来之时，罗杰斯预计，期权指数将消失，职工优先股和低档债券也同时消失。他认为今天买入低档债券是天大的愚蠢。他自己仅仅拥有由美国政府担保的债券，或同等质量的债券。他认为，我们正面临着非常困难的时候，因为财政赤字，也因为最近的税制改革法案。他说历史将会把这一法案与1986年斯穆特一霍利法案等同起来。罗杰斯说，这次以投资和储蓄为代价的旨在促进消费的改革，将我们带向了一个完全错误的方向。然而，他并没有预测会有一个全面的经济萧条。他认为危害仅限于华尔街和金融世界。他预计华尔街、东京和伦敦的几家主要公司将破产。

建 议

10月暴跌后的一年，他也并没比以前更乐观。罗杰斯在1988年11月说，新总统将宣布一些新措施，因此，股票市场将会有一次最后的价格回升。但是，无论乔治·布什实际上做了什么，一场灾难必不可免，并且，在1992年，他将不能再次当选。其实，熊市在1987年4月就开始了。联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘往经济中注入了大量新印制的钞票，暂时缓解了这一情势。但是，那仅仅是一支强心剂，而不是治愈。没有人知道实际情况有多糟。

在熊市中，商品首先降至一个合理的价格，然后又跌至一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便宜的价格，然后跌至一个令人不敢相信的随手奉送的价格。此后，事情变得真正糟糕，每个人都要脱手。在美国，接下来的将是真正的痛苦和遭罪，令人明了的事情已经开始了。

最近两年的杠杆收购已经开始变得不成功了，许多公司在出卖他们的债券以应付他们最近银行贷款方面遇到的麻烦。为公司兼并所支付的价格低得使人以为在最近的15年内将不会有经济衰退。然而，罗杰斯确确实实地为这次衰落做了很好的保证。

华尔街仍处在疯狂之中：不理智的事情不断发生，例如纳比斯科合并。并且，华尔街的道德水准也是可悲的。罗杰斯的一个学生在一个著名的公司申请一份工作，这家公司向罗杰斯调查这一应试学生的情况。罗杰斯说他能干，但是在道德方面有点问题。公司调查人说："这不重要。他能为我们赚钱吗？"另一家公司打电话向他询问他另外正在找工作的学生的情况。罗杰斯说，他非常非常聪明，但是缺乏正义感和德性。他还是被雇用了。罗杰斯相信，这种情况在其他许多公司同样发生着。

一年前，他预计正在到来的金融危机将不一定会影响到整个经济。然而，现在因为所有的人借入过多，他担心，它将确实渗透到整个经济之中。他不知道接下来的将是通货紧缩，还是通货膨胀，可能是通货膨胀紧跟着通货紧缩。他希望通过各种金融工具，而不是做空来对付这种暴跌。他希望他能有足够的智慧想出应付可能发生的任何情况的合适方法。

失 误

唐纳德·特卢普破产了，尽管他对它还不清楚，罗杰斯说。纽约的不动产一直靠华尔街的繁荣支撑着，然而，这种情况已经结束了。合作公寓在迅速地产生。在某个时候，因为要支付维修费，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约许多最大的住宅将再一次空出。罗杰斯确信，艺术品市场也将崩溃，利用那一情势的方法是对索斯比拍卖行的(Sotheby's)股票做空。

在下跌结束之前千万不要轻易相信它的结束。罗杰斯的一个朋友、“比尔”是一家石油集团驻一个主要银行的头。罗杰斯曾告诉他，油价将狂跌。比尔对此表示嘲笑，他回答说：“它将涨到100美元一桶。”然而，到了1985年，比尔开始改变了自己的观点，他适时进行了套期保值交易。使得即便是油价低到21美元一桶，银行也将安全。到了1986年，油价跌到8美元一桶。比尔作为石油集团的头目被解雇了。经过这场灾难之后，他能去哪里呢？他成了这家银行的私人财产管理部门的主管，为他们最大的证券基金出谋划策。

黄金呢？黄金几千年来一直是传统的保值手段。但是，它可能在某个相当长的时期内落后于购买力。它在恶性通货膨胀的情况下本应该能够保值，但是，它今天不能保值的方式与70年代是不同的。因为在90年代可能还存在其他好的保值手段，但是，罗杰斯还不能确定它是什么。

美　元

罗杰斯说，他相信美元会持续下跌。事实上，既然政府似乎也相信美元下跌对国家是最好的，那么，他论证道，将钱带到国外是一种爱国的行为，就像他购买外国货币那样。美元下跌极有可能失去控制。他相信，交易控制是不可避免的，只有这样，美元下跌的最后“生死线”方可能出现。此后，就可以重新持有美元了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他国家

罗杰斯对世界其他地方也不乐观。他说，日本市场在1987年就停止了上涨。他在1988年开始对那个市场做空，他做空的每种股票都赚钱，虽然日经指数正在达到新的高度。既使如此，它也只意味着日本是熊市。现在，台湾和韩国都在开始下跌。英国有非常高的利率和相反的收益曲线，而且，英国财政部长尼格·劳森说，他将不会采取措施去刺激经济。

罗杰斯认为，1992年世界最引人注目的两件事是中国的开放和欧洲的统一。然而后者并不必然对我们有利，欧洲将限制进口。这可能会加重美国的问题，尽管美国显然在帮助欧洲，至少暂时是这样。

21世纪，无论如何将是中国的世纪。中国人喜欢努力工作；他们像企业家似地思考；他们被极好地激励着；他们准备着为了明天的利益来推迟今日的享受。他们把海外中国人放在他们面前作为一个如何成功的例子。因此，罗杰斯说，让你的孩子学汉语吧！

特别的建议

尽管处在一片阴郁之中，但是，还有一些吸引人的情况。有些公共设施还是很有赚头的，尤其是核公用设施。事情不会变得更糟。他喜欢北印第安纳公司、印第安纳公共服务公司、大众公用设施公司和多米尼能源公司。他喜欢钢铁公司，几家银行，和一些以农业为基础的公司。

至于国家，到印度尼西亚去试试吧。

在做空时，选择索斯比拍卖行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 迈克尔·斯登哈德
——足智多谋的投资家

迈克尔·斯登哈德20年的投资生涯是投资史上最伟大的事业之一。如果你在1967年7月，在斯登哈德合伙公司开业时，投1万美元于他的套利基金，20年后，你将得到100万美元，年均综合增长率（扣除他的代理费）是27%。他是如何成功的呢？

原因之一是斯登哈德每年付给其在华尔街的智囊团3500万美元酬金。只要你愿意，这些钱可买到华尔街大量的研究成果：上百页的公司分析、经济计划、外国概况研究。事实上，斯登哈德本人也曾经做过金融分析方面的工作，为《金融世界》写过稿，并为洛布·洛兹公司作过分析员。

其实，迈克尔·斯登哈德对华尔街的研究不太感兴趣。在大多数投资者的桌子上你可看到许多由经纪人提供的年度报告，及公司几年来的形势，未来前景的研究等。但是，如果你看看斯登哈德的办公室，你几乎看不到这些东西。但所付的3500万美元究竟买了些什么呢？付出这么多酬金，斯登哈德并非要买所谓的预言，这些预言他以前处于被华尔街称作“卖方”的位置时也编造过。他只是希望这些预言能让他在无数的竞争对手面前多一些优势。

另一方面，颇有收益一词还不足以描述他的巨大成功。他从“方向性运动”中获取巨大的收益。如他所说的：“我们进入债券市场是因为我们预计利率会朝着某个方向运动……我首先看的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市运动的总体情况，然后试图找出一些能符合我们观点的股票。这与首先把注意力放在找有利可图的大公司而不顾市场的观点相反。”

斯登哈德能够被称作足智多谋的投资家。首先，他有一个大的、总体的、与我们通常从读报中得出的概念一样的概念：日元将要上涨，通货膨胀将更厉害，该是石油股价回升的时候了。有一个总的框架后，他着手寻找个股。由于他付了佣金，因此，他可以不断地获得有利可图的交易的消息。“我们低估了通用电器公司下年第一季度的赢利。”“花旗银行使巴西处于货币危机中。”一些华尔街的经纪人公司如此有影响，以至于他们改变主意就影响整个市场。当这些重要的分析家改变主意时，斯登哈德希望自己是“第一知情者”*。分析家无须准确，因为只要那些在斯登哈德之后得到信息的人认为他的分析是准确的就够了。所以，如果你看报发现有人说得克萨斯仪器的股票将要上涨，而它第二天真的上涨了，不要惊讶：斯登哈德或许是最早得到消息的人。

从经纪人立场来看，同斯登哈德打交道的最大优势是，如果他信任你，他会立即给你指令，不会优柔寡断。从一个紧急电话中，你能得到一个10万股的指令。为此，你必须全神贯注。如果经纪人被某一股票缠住，他也可能以合理的价格帮他买下很大一部份。作为回报，如果斯登哈德得到有关某一股票可能下跌的消息，他可以让经纪人设法阻止这一消息广为人知。

对于斯登哈德来说，正如赛场上的赛手，做短线，才是实实在在的。做长线，华尔街研究所讲的长线，是今后的事情——梦

* “第一知情者”现在的优势大不如前了。在1970年和1971年那种疯狂的年代，或是在任何一个华尔街能取得一致的年代里，这种优势地位是无与伦比的。现在，像斯登哈德这样的人已不在少数，一个行动迅速的精明的投资商很容易从经纪人公司得到最早的通知。这正是每年数百万代理费用所买来的权利。它的另一个好处是可以让你得到超过配额的紧俏原始股。在华尔街这种饥不择食的情况下，这一优势无疑等于是在你的银行户头上生出了一大笔财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里世界。作为投资者，斯登哈德认为，一点点的收益——5%、10%、15%等不断增多的收益，比起那种买股票存起来，等到来日上涨，要舒服得多。因为，这么遥远的事情可能根本不会实现。例如，1983年，他以117美元的价格买了80万股IBM，这个股票上涨幅度较慢，涨了15%。大多数股民查报纸，观察涨势，觉得不甘心于此，就没有理睬它。后来，该股又跌回了120美元，到手的收益又没有了。而斯登哈德不同的是借了1亿美元，以每股117美元买入，132美元卖出，赚了1000多万美元。然后，在股价达到顶点时卖空了25万股，在它跌到120美元时平仓，又赚了几百万美元。

在很多时候，我进行交易的目的"不仅仅是为了利润，"一年中每一两个月就赚一笔钱的斯登哈德说，"而更多的是它能为我提供其他的机会。我得到了接触许多事情的机会。交易是催化剂。我很羡慕那些做长线的投资者，他们可以为一长远的目标而不断地等待。事实上，历史上没有哪个成功的投资者能够胜我二倍或三倍。我总是赚些小利润，但我赚的大多数钱都等了一年多的时间。"这就是斯登哈德允许的"方向性"下赌注的时间限度。这可能长于他的大多数交易的时限。

但是，对于斯登哈德来说，更成功的是短期证券交易，他善于推测大市场的短期走势。他有时依据财务杠杆做多，有时转到净空。"我有五六个证券分析员，三四个交易员，一个经济师。经济师的任务是寻找哪一段时间经济将会有重要变化。我所希望的是我可以凭借这个经济师的观点在众多的相同或不同的观点之间找到差别。"

有人认为，斯登哈德是一个保守的经营者，尽量避免长期的投资。一个基金的客户，即共同基金的董事长乔治·基恩说，"尽管他的账户上每年的周转率都很高——500-1000%，但是，我认为斯登哈德是一个低风险的经营者，他总是做短线交易。"

他经营着三家合伙基金。一家是针对国内付税投资者的，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量利用杠杆利率——即借钱；另一家则很少使用杠杆利率，它的客户是国内的免税机构；还有一家为外国人服务。它们在选择投资方向时几乎是一致的，其差别是投资者种类不一。斯登哈德把每个合伙基金的合伙人的人数限制在至多99个股东。如果有更多的股东，他将不得不把这家基金注册为投资公司。几年来，他一直在这个限度内活动。合伙人公司每年开一次变更大会，一些人退出，有一二个人补进，但是仍有一串长长的候补名单。

当斯登哈德对某一种投资信心十足时，他会通过自己最早成立的机构——斯登哈德合作基金大量借钱。有一些例子，一个是我刚才说的1985年IBM的漂亮的一仗。另一个是在1981年，他得知中期国债可能有利可图。他的合伙人、经济师乔治·亨利（曾经是联邦储备银行的官员）认为，现在的14%的利率可能要下调。他投资了5000万美元，借了2亿美元，买了2.5亿美元的5年期国债。然后，他焦急地等待着利率下调（这时，基金账面亏损了1000万美元）。他失去了一些客户，但最终这个赌注赌赢了。投资2.5亿美元（其中基金只有5000万美元），赚了4000万美元。斯登哈德合作基金在1981年有10%的收益。第二年，他投资中期政府债券，收益上升到97%。

不到3年，斯登哈德又回到了债券市场。1984年后期，他投资4亿美元，绝大部分是借来的钱，购买中期政府债券，赌利率可能下调。他的赌注再次下对了，那时利率创记录的高，最优惠的利率接近15%，长期利率是13%。1985年7月，他以2500万的利润售出债券。

正如他的助手所说，“对这个人来讲，没有什么可以让他胆怯的事。”他喜欢主动出击。例如，他插手IBM之事是因为听了一位同事的话而行动的。这个同事以为斯登哈德可能要买2万或5万股。事实上，他买了几十万股。

斯登哈德白天的时间是在一个大的船头形的木制控制台后度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过的，里面充满了荧光屏，按钮及闪光灯。他认为不能穿得很特别。他的典型打扮是：开领的黑色T恤衫，配上深色的裤子。他体型胖而圆，留着络腮胡子，圆柱形的肚子凸起就像海豹。他嗓音柔和，略带嘶哑，举止温文尔雅。他谈吐不凡，与其说是华尔街的股民，不如说更像杂志社的编辑。他承认他超重：他曾经去过大峡谷牧场，一个亚利桑那的温泉减肥，但效果不佳，因此，他4天就回来了，而不是原定的7天。

像大多数投资者一样，斯登哈德白手起家。他出生于纽约布鲁克林区的一个珠宝商家庭。一岁时，父母离异。作为补偿，他的父亲没有给他现金，而给了他100股费城迪克西水泥公司的股票，及100股哥伦比亚天然气股票。斯登哈德13岁时，在布鲁克林着手研究交易报道及跟踪“世界电讯”上所载的那些股票价格。他说过，“我那时对股票一窍不通，我所认识的人中没有一个人了解股市。”他开始频繁地进入美林公司的办公室，“同这些吸着雪茄的老人观看屏幕。我被它迷住了。”不久，他开始买卖股票。

格外高的智商使得斯登哈德16岁就完成了高中学业，考入了宾夕法尼亚大学沃顿金融学院，19岁毕业。1960年，他毫不迟疑地选择了他的职业：去卡尔文·巴洛克互助基金从事研究工作，一周80美元薪金。但巴洛克说，他在那儿并不成功。在短期地为《金融世界》写作前，他加入了美国的军事经济工作。他的不断蹦出的怪念头使得他不能集中精力回答某一个具体问题，如“你对通用汽车公司怎么看”？最终，他被解雇了。“那真糟糕。”他说，“我以为我在华尔街的生涯从此结束了。”

后来，斯登哈德在利布·罗兹公司做分析员。他第一次推荐的股票是海湾和西方工业公司的股票，涨了三倍。很短的时间内，斯登哈德就成为首席分析师。他也开始同另外一个叫霍华德·贝科维兹一起合作。贝科维兹曾在A·G·贝克尔工作，他将斯登哈德推荐给他的异父兄弟杰罗德·法因，管理多米尼克合伙人的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本（他们三人均是同年进入沃顿学院的）。1967 年 7 月 10 日，斯登哈德、法因和贝科维兹三人筹集了 770 万美元，成立一家公司，敲响了财神之门。公司首年获利 30%，第二年获利 84%。这和标准普尔综合指数的 6.5%和 9.3%形成了鲜明的对比。他们开始了自己的事业，斯登哈德不会再回头了。

“那段时间非常美好，”斯登哈德回忆道。至 1969 年底，公司已有 3000 万的资本。这三个 30 岁以下的创办者均成了百万富翁。

斯登哈德是主要的交易者，而法因和贝科维兹从事研究。公司在 70 年代增加了很多员工，但步子总是很快的——到目前为止一直这样。斯登哈德说，它意味着“来不及吃饭，去做要经历 14 次谈判的交易。”10 多年高强度的、几乎是偏执狂式地致力于股市投资，使得斯登哈德感觉到他的视野太狭窄了，他渴望休息。

“我总是有目的地专注于某一个问题。我为我的家庭做了什么呢?我为这个世界做了什么呢?这是我一生中做得最好的事情吗?”因为不断地被这些问题所困扰，被 10 年来的投资事业弄得疲惫不堪，斯登哈德于 1978 年休长假。他把自己 600 万净资产中的 400 万交给当时已有 1.1 亿美元资金的斯登哈德合作基金料理，退休了，正如他说的，他抽烟太多，太胖了（210 磅），决定“永远退休，决不回来”。但是，他的朋友们根本不相信，因为他太专心于工作，不可能这样放弃。

他没有再接近办公室，如他所声称的那样，也再不看有关股市的报纸。他开始寻找其他的兴趣。大部分时间和他的家人住在第五大街的、可以俯瞰中央公园的公寓及他们的位于纽约州北部基斯科山脉的 24 英亩的休闲地。在那儿，他种草莓，做果浆，弹钢琴，打网球，读犹太教的《旧约》，研究园艺和瑜伽，散步和放松，修整房子，几次去以色列旅游。一年以后，他又回到他那“光荣的事业”中去了。

因为斯登哈德休假的那年，他找不到合适的赚钱的职业。“我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾试图做一些没有太多约束的职业，"他说，"休长假可以让我回去做如以前同样的事，但对于工作的目的有了更广泛的认识及更少的疑问。"即不再完全为钱而工作。他个人的财富据统计可能超过了1亿美元。

至于他的合伙人，法因1976年离开，在康涅狄格成立了他自己的投资合作基金——查特·奥克机构（后来他为哈佛经营一些基金）。贝科维兹1979年接着建立了HPB合作基金，也是一个私人的投资基金。于是，斯登哈德单枪匹马，而且干得非常出色。他拥有他的公司一半以上的股份。

斯登哈德和他的妻子朱迪周末在纽约基斯科山外的那座漂亮的小别墅里度过。那儿有一个人工池塘，网球场，游泳池。有一天，我碰到他时，他穿着绿色汗衫，灰绿色的耐克软底鞋，配着白袜子。当时，别墅内有很多人。两匹马在新草地上吃草。有一间现代化的房子给看护人用。一间原始的小木屋原本给客人们游泳更换衣服用，斯登哈德把它改造成他单独的办公室，里面有电脑、电话、传真。有时，斯登哈德宣称他要在那儿休息，并邀请朋友来玩。但是，他总是待在办公室，盯着荧光屏和电话，而无暇顾及他的客人。

斯登哈德在纽约皇后区拥有一间商用温室。他在那儿种了9—10种草，并以草药之名，在市场上出售。"那是用来赚钱的，"他曾经说。但是从来没有成功，所以后来他把它卖了。但是，他是布鲁克林植物园的投资代理人。后来，他开始投资于电影业。

他对纳粹大屠杀很震惊，并且读了很多这方面的书。因为热衷于犹太人的历史，他去了以色列很多次，并且在那投资。他迷恋那块大地，以至于他皈依了犹太教。他认为，他现在从事的资金管理方面的工作不能将他升华。他期望有朝一日他能够更上一个等级。我问他如何把他的后人从过于富裕的危险中解放出来（他的儿子正在听我们讲话），斯登哈德想了一会儿说，他希望能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够通过把他做人（而不是宗教的）的观念传给他的孩子来实现这个目标。

并不是每个人都能跟上斯登哈德的节奏，都能理解他因投资失误所导致的不耐心。他的雇员认为，事实上，他对自己比对别人更苛刻。"无论股票是否是由他选择的，"哈里斯联合会的波特·福尔曼说，"他都将失误归于自己。"斯登哈德承认。"我是一个完美主义者，我这样要求别人可能有些不太现实。"

《华尔街杂志》的一篇文章引用他以前的雇员的话："那是个分娩般的经历，在那儿工作是种无法相信的痛苦。"斯登哈德"像鹰一样盯着你所有的每一种股票"。分析员补充道，"他要答案。不回答每一个股票的问题，他不会让你走。这对有些人来说是太紧张了。"

在这些不当的——也许是自加的——压力下，有些人认为斯登哈德可能会再次退出。如同他所说的，"有时我想离开股市。有许多事情我已经做过。我总是认为应该从事一些对别人更有用的工作来度过我的时光。"

例如，他在休假期间的一个观点是：去以色列投资是一件有意义的事情。那儿投资环境恶劣——高通货膨胀，庞大的官僚机构和小国寡民的生意头脑。他同他的以色列合伙人在所谓的开发区从事房地产和建筑业。最终，他被以色列腐化的商业气氛给搞垮了。但是，他没有放弃。他买了这个国家最大的纸箱厂的股份，并且把以色列（MSC 股份有限公司）介绍给美林公司。

交易技巧

"我从不插手自己不懂的交易，"斯登哈德说，"如果分析员进来做了一份报告，我会花五分钟时间去研究此报告并做出决定。分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析员的报告主要包括最佳获利、管理的变化等。我倾向于少管一些。我给已有主意的分析员一个工作范围。如果事情没有办妥，我会反复检查该报告。我的主要作用是规定一个一般的方向，决定我们的投入量及能够接受的风险水平。”

“我的工作是试图尽可能获得最好的资本回报，应用广泛的技巧而不拘泥于任何一种特定的方式来达到这个目标。每天我扪心自问这个风险与获利的比值是否正确。我们首要关注的是长期投资，其次是新股。当新股有吸引力时，我们大量收购。第三，我们把证券借给经纪人，以轧平可以获得最大的收益的空头。过去经纪人保留所有的收入，近几年我们也可得到 40～90%的收益。第四，我们进行套利交易，包括购买破产公司及购买交易权。第五，我们尽可能地利用一些现代的投资工具，如指数期货等。我有四五个交易员专门跟八、九十名经纪人打交道。我不可能独自做长期投资来取得这些成果。”

这似乎是 A·W·琼斯的理论，我问道：雇一些优秀的人才，给他们指导，并牢牢地控制他们？(A·W·琼斯合伙在 1974 年垮了，给人们留下了深刻的印象。)

“不，”斯登哈德回答，“我自己也花大量时间做市场分析。”琼斯早期理论认为他无法有效地分析市场，但是，他能够决定相对价值。所以，他擅长于对质优股作多，对质差股作空。事实证明这个理论从没取得成功。琼斯的拥有他的股票并参与资本分红的管理者怂恿其他人采取越来富有侵略性的立场，他的合伙人称此为套利基金。但是，这并不能分散风险。“我的基金一直都在做空，这种做法比较少见，但它的收益率却能达到 30—40%，”斯登哈德说。

斯登哈德看不起那些买便宜股票的投资者，那太简单了。你必须考虑市盈率、工业发展、竞争发展和其他一些因素。

我们谈到了罗伯特·威尔逊，他是一个著名的投机商，现已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休。"他不做研究，"斯登哈德不相信地摇着头说，"他依赖于经纪人和阅读公司报告。他是个胆小怕事的人。"

"我大部分的长线投资都是根据它们长期的自然发展而选定的——我不必真的将它们抓在手头很长时间。我经常对我的人说，要根据长期的基础进行选择，尽管你下的赌注可能会输掉。我能判断出市场对长期效果的反应，至少在短期内不会失手。"

人们经常问斯登哈德他的资金运用中的一些共同点。他说，一直在变化："1982 年，是玩利率游戏。1985 年，半数的收益来自一家叫莫特迪逊的意大利公司。我们以 50 美分买进，以 3 美元卖出。1973—1974 年，我们在下滑的市场中所投资的证券上涨了 30—40%。"

在同类股票中，斯登哈德尤其喜欢投资那些打算购回自己股票的公司，这种行为可能带来额外的上涨，给投资者一个卖好价钱的机会。

如果看看他的投资项目，你会发现找不到什么智力上的或哲学上的线索，那里有大堆乱七八糟的东西。但是，很多时候，他在二三种股票上的收益构成了他收益的主要部分。他在股市非常活跃时，注意力集中于股市运动的任何领域。总之，一句话，他不断地处于选择之中。

"我是从做证券分析员开始的——研究管理，研究不同工业之间的相互影响，等等。那是在 1967 年，人们乐观地认为长线看好。聪明的人在寻找一家有发展前途的、较好的增长率的公司。那自然导致了一种非常流行的"漂亮的中年人"怪现象。人们愿意投许多钱去买这类股票，并且继续寻找新生的蓝筹股。每个人都在寻找这种新概念、新服务。他们变得对价值不敏感了，对市盈率不关心。这种观点认为可以找到 10—15 的年综合增长率，费用则微不足道了。这就使人产生了一种股市会无休止地增长下去的错觉。所有这些就导致了 1973—1974 年的股市崩溃。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“今天强调的是做短线、交易技巧、计算机化，我们也同样夸大了它的作用。我希望不久重新回到长线思维。”

“越来越多的资金管理者认为，他们需要很多技巧：他们必须和日本人打交道，知道黄金的价格，有固定收入的证券。例如，假如股市突然变化，这是什么原因？它通常反映了计算机化的指数的变化。因此，你必须懂得这些东西是如何变化的。”

“我迷恋于（标准普尔）期货。”他说，“他们是市场要素的一种好的测定方法。在数学上存在一种计算未来指数的正确方法——溢价：这个价格准确地表达了机会成本，即你因没有拥有该股票所放弃的价值，减去你通过运用你的资本做其他投资所赢得的价值。在上午 11：00—11：15 之间的溢价过头，称为牛市，这意味着对股市的乐观。但是，如果价格过高持续几天或几周，这就有越来越多的熊市迹象。当溢价过高，价值持续上涨，到最后就没有新的股民加入。”

“市场参与者很少懂得程式交易的动机。一个主要原因是掌握在机构手中的数百亿美元必须保持数星期和几个月的流动性，因为这些机构需要钱——作为工业资本，或支付保险费，或其他任何开支。换句话说，它是真正的短线的钱。因此，假如一个经纪人能够在短期内以更低风险、更高报酬为机构提供机会的话，是很有吸引力的。”

“这种交易是如何进行的呢?当标准普尔指数期货溢价达到一定的标准时，计算机说卖出期货，买进项下的股票。一个人不用买下所有 500 种股票。据计算，少于 400 种股票也可以达到同样的目的。因此，你可以做这些突然的、非常的交易。令人吃惊的只是有很多这样的技巧被运用到一些大公司的营业之中，如所罗门。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空 方

斯登哈德已经向大部分人，包括他自己说过，卖空需要一种心理调整以克服这样一种观念，即反对美国、祖国、苹果馅饼等观念是罪恶的；调整下面这种观念也是很难的，即相比于做多损失100%来说，做空损失更加多。

然而，斯登哈德的投资原则是“不入虎穴，焉得虎子”，危险与收入并存。1972年，他卖空几家著名的高增长的股票，如波拉罗德、静电产业、雅芳实业等，那时它们的市盈率在30～35左右，在1973年股市崩溃之前一度高达40—45。在1976年的黑色一月，他的基金做了一个最大的空方交易，可是，市场却不断上扬。幸运的是，这些损失只是偶然现象。在1973年，斯登哈德卖空了考夫曼和布罗德公司（全国最大的建筑商）的10万股股票，以40元的价格卖出。由于受利率和通货膨胀的影响，股市崩溃了，该股跌至20美元，他在这时平仓，可是后来价格又跌至4美元。

我问及哪些股票可做空。大多数人的经验是做空头是赚不到钱的，只不过是通过做空来平衡做多的成本。

“做多时，我倾向于那些低市盈率的股票，它们呆滞，但有潜力。在做空时，我倾向于那些美国最有名的公司，它们是投机者关注的领域。我通常对市场中的‘名人’股做空。我做空的股票倾向于与我做多的刚好相反，它们是高盈利、热门的股票，它们总有大机构参与抬高其价格，但我认为这样做不会成功。我的常年不断的问题是确定这些投机者期望落空的时间，这是困难的。”

“一个投机性质的投资期望对于打赌来说是一件好事，但是你需要耐性来承受住这些磨难。我倾向于频繁地做空。我正在对杰尼科技公司做空，该公司有50亿美元的市场，只有一种产品（百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合公司开发了一种产品与之竞争)，还有一种正在开发的产品，即心脏治疗仪。它现在的票面价值只有 2 亿美元。我在此做空，除了痛苦之外，什么也没有得到。”*

他提到了在西海岸由几兄弟组建的一家公司。他们都是资金管理者和经纪人。他们寻找那些能够做空，并且通过破产获取 80—90%、甚至 100%的利润的公司。他们喜欢透过假象发掘价值。这是一个对智力要求甚高的领域，也是一个令人担惊受怕的游戏——在其中，投入一定的数量，例如，斯登哈德对佳能集团做了大约一年时间的空，而且做得很大。这家公司在 80 年代早期被两个以色列人收购，直至去年每股都连续赢利。他们制作胶带，并通过出卖它们的附属权利来获利。他们从以令人吃惊的赢利报告为基础的市场中获取了数以亿计的美元。斯登哈德说，他以 19 美元的价格开始对佳能做空，可是股价却涨到 46 美元。(当我们谈话的时候，佳能又跌至 6 美元以下了。)

斯登哈德做得最好的股票是国王资源。** 在这家公司破产之前，他的获利是他 1968 年的成本的 7 或 8 倍。他说，“我们都是大傻瓜，对它的业绩信以为真。我卖只是因为它涨得太快。”

“我曾对一些日本股做空——亏了钱。我不理解日本证券那种固定收益和市盈率之间的关系。显然，债券收益越低，你看到的市盈率就越高。”在那个时候，他告诉我，他对 24 种股票做空，对 40 种做多。

他每天多次检查他的股票。他倾向于将注意力集中在问题上，而不是成功上。假如某天一只股票做得好，那么，相关的市场也好。如果不好，他就开始找问题，一定出了什么问题。可能只是一次偶然的波动，但是，他想将注意力集中在它之上，直到他能

---

* 不久之后它的价格又跌下来了。
** 这家公司主营石油开采仪器，它与伯尼·康菲尔德基金串谋制造了许多虚假交易。后来它们都破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定，它仅仅是偶然的。

他喜欢控制那些能够引起各方注意的公司的股票。因此，他常常走在流行趋势的前面。

在 60 年代和 70 年代，他说，智力资源被用于企业兼并领域——它在今天仍旧如此——和研究领域，能人很少直接进行交易活动。但是由于过去 20 年观念的转变，这已不再是真实的了。沃伦・巴菲特不再是主角了，而是一些侵入者，阿舍尔・阿德尔曼、卡尔・艾卡和吉米・古德史密斯成了主角。

在 1975 年以前，没有人对交易所以外进行的交易进行报告。因此，套利活动可以存在于三级市场与交易所之间。斯登哈德记得，他曾收购了 70 万股宾州中央铁路公司的股票，当时该股以 6⅞—7⅛美元的价格发行。后来，杰弗里斯——一个三级市场公司——向他提供 70—80 万股进行场外交易。斯登哈德立刻检查了市场的容量，发现这是一个大的、强有力的市场。他下注以 6.15 美元一股买下了所有的份额。40 分钟后，他就地卖出，赚取了超过 400 万美元的利润：多么美妙的一个小时！这是杰弗里斯的客户的错误。他本应该亲自去纽约股票交易所检查，以决定该市场的容量。无论如何，斯登哈德合作基金成了暴发户。当时这个机遇的窗户是向人敞开的，从那以后就被紧紧地封死了。现在，这个窗户几乎不存在了。

投资助手

有出色的经纪人吗？斯登哈德说，他固定地要从经纪人那获取大量的信息，但是，从没有发现一家经纪人公司或服务机构在一段较长的时间内总是很好的。他说也可能有一两个例外。他曾“发善心”，例如付 1000 美元给蒂姆・霍克特，去参观这家公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办公室和讲座，他发现是毫无用处的。“我只是未能被引起兴趣，”他说。

他注意到，那些首要的兴趣在于代理费的人很少能够成为伟大的炒股家。假如一个人真正伟大，那么，对于他来说出卖他的观点将是没有意义的，因为回报率太低。无能的人才会发现出卖他们的主意在经济上是划得来的。大多数经纪人“甚至都不敢亲自到股市中试一试，或者假如有一种潮流与他们的观点相反，他们很快就会改变主意”，斯登哈德说。至于他自己，他说他做的所有事情都是在实现自己的观点。

在沃顿金融学院学习期间，他发现概率论是有价值的一门课，它使得他能够自如地处理不完全的和不确切的数据。概率课为他处理各种各样的事务，甚至是商业计划开了眼界：它使得他能懂得自己的能力。他说采取概率的方法为做决定提供了全部同质的程序，使得一个人能根据与技术有关的事情，例如，当对一个问题中的技术知道较少时，做出调整。斯登哈德说，他不知道 256K RAM 是什么，但是，假如在该工业领域存在一个重要的变化，他能够抓住重点，问一些正确的问题，或许比那些真正对此很了解的人问得还好。

通过类推，他认为不同的事情可以相似地处理，例如，新的计算机对给定市场上其他计算机的冲击，或它对债券市场的冲击，或者，有关日本何时打算进入道·琼斯股票市场的问题。

斯登哈德每年都要和一些著名的经济学家会面一次。他们对自去年的会议之后世界仍旧保持原样表示震惊。所有的统计资料——债务和收入、债务和国民生产总值、债务和第三世界收入的比值——都是最糟的。对于这些，斯登哈德说，“一个人禁不住要对这个能处理石油美元冲击、更高然后更低的通货膨胀及其他我们已看见的变化的系统表示吃惊。总是有这样的一些事情。在 60 年代，人们谈论联邦担保委员会的破产；现在，他们正想知道如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何处理在得克萨斯铁矿的死账。"

"你知道在熊市中的糟糕的体会：你看好的股票下降了6点，或者，仍没有开涨。有很多人正在处理这些奇怪的文件——CATS之类——他们从没有看到过一次灾难性的熊市。许多参与者将要遇上一次惊骇，尤其是在反映的灵敏性已经下降之后。"

"我记得在1974年当市场下跌60点之后的一个暴跌日，我下了一个指令，通过一个我正在打交道的经纪人公司做空。可是这个系统出了毛病，他们来不及处理这一指令，这导致了200万美元的错误。这是公司历史上最大的损失。许多事情都没有检测过。另一方面，就我们已经检测的程度而言，该系统运转得相当好，石油美元、纽约城市危机、第三世界债务，在历经这些打击后系统仍然存在。"

建　议

"历史上很活跃的东西已经变得迟钝了，"斯登哈德说，"有价证券保险、贸易计划、市场的国际化和正在增加的机构投资已使事情变得更糟。专家们过去常常用自己的钱左右市场——这正是他们的工作。现在，他们的资本几乎不能满足他们的工作。他们只能为市场提供一些方便。"

"最糟糕的是机构的经纪人没有建立他们自己的资本去回应市场的成长，因此，他们不能真正取得地位。随着管制的放松，市场再造的功能正在被一些大公司放弃。"我指出，这和过去已经预料的刚好相反。理论一直认为机构投资者将使市场更加平稳化。"那根本就没有发生，"斯登哈德说，"他们都在绕圈子。"

接下来的一段时期的股票市场也将如此吗？

此前一段时间，他告诉哥伦比亚商学院，有两个原因促成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的上升：低利率和美国的经济调节政策——有利于这个国家的整个工业基础。结果是通过买的政策来迅速缩小股票的供应，并让需方的公司感觉到买比建一个公司更便宜。这种现象在美国市场变成了一个支配因素。只要仍旧保持这样不变，那么就没有赢利或其他东西。

新的支配性因素是债务。它“将可能成为西方世界的未来经济的一个关键”，斯登哈德说。他进一步说，债务的使用与10或15年前不同：“对于负债的理解不同了。我不知道在这间屋子里的人，在6年或6年多之前，能否想像得到一位罗纳德·里根式的总统将允许和鼓励财政赤字，并且在6年中执行赤字财政政策，使得这个国家的赤字翻了一番。我成长时的伦理对此是持反对态度，然而，他做了，并且，它成为经济现象中的一个重要的组成部分。与债务问题有关的债务质量、第三世界债务、政府债务与消费者债务（这些已成长为一个额外的份额）——所有这些变化如此之大，以至于改变了我们的生活方式。1983年以来的股票价格的上涨相对于其他因素而言，更与债务的新的使用相关。”

“相对于赢利或资产或其他任何东西而言，世界上的债务有了巨大的增长。它成了一个最终将要倒塌的经济斜塔，它得不到支持。这些债务最终会因拒付而转成无固定利息的股票，这将导致通货膨胀。”

斯登哈德预测到我们正在进入一个非常危险的时期，面临着新一轮的通货膨胀（他意指提高石油、纸、化工产品和其他商品的价格）。他也引证美元疲软使得进口成本增加。他觉得在1988年初，通货膨胀将增长二倍，到年底达到4%。他预计在持续的消费支出和贸易平衡改善的帮助下，经济将好于大多数人的预测。他也预测了一种信贷紧缩的政策、高利率和长期的T-bill的利率将上升一两个百分点——所有这些都出现了。作为一种预防措施，他削减了他的无固定利息的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当他考查市场的时候，斯登哈德问自己，将发生什么变化？假如通货膨胀增加，这是可能的，那么，早期的后果将是更高的公司利润，因为有较大的需求量，人们将有更多的钱可供消费。假如通货膨胀受到公众的反抗，那么，公司将生产钢铁、石油、铝，这些基础产品将增加他们的利润。然后，联邦储备委员会将施加压力，经济开始变冷。

斯登哈德说，市场可能在许多因素的作用下保持中性发展，例如通货膨胀的加剧和从投机市场向投资市场的转变。他想知道不同的影响相互之间能否不抵销，削弱牛市，但是不必然导致下跌。

假如非常糟的时候到来了，用什么来保护自己呢？

“假如情况很糟，例如，在经济收缩时期，公司不能兑现他们的债券，或者不断听到公司因债务缠身而即将破产的传闻，那么，保持资金的流动性可能是关键的。只有现金与现金等价物能救你。”

那么，黄金怎么样呢？

斯登哈德回答，在六七年前，黄金价格是800美元，联邦担保委员会正在走向解体，没有人预料到通货紧缩。在那段时间，黄金被认为是一个解决办法。但是，他不相信自己有能力预测长期的期货，他说：“我从没做过黄金，也不想。黄金是一个以心理学概念为基础的交易手段——将来的通货膨胀、西方世界的自由，等等诸如此类——而不是以经济学概念为基础的。与其他东西不同，在这方面有许多新的预测正在出现。假如我必须决定立场，我宁愿对黄金做多而不是做空。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 菲利普·卡洛特
——赚钱天才

菲利普·卡洛特（又称卡瑞）是投资业中经验最丰富的人。在20年代早期就进入这一行当，现今他可以自豪地说，他已在喧闹的投资市场中奋斗了67载。在91岁高龄时，他依然每天早上很早地来到他的办公室，他在自己的两个儿子、一个孙女及几个雇员的帮助下运营着一个总值超过2.25亿美元的基金，该基金大部分为私人所有（直到1988年才有一个家族外的成员进入董事会）。在他的第10个十年中，他似乎依然保持着充沛的体力，他大而仁慈的脸上布满深深的皱纹。他经常微笑，使人感到十分亲切。

他的办公室位于纽约第42大街的一座古老的用艺术品加以装饰的办公楼内，正对着中心车站的南出口。在他办公桌的前面贴着一句话："一张资料堆积如山的桌子是天才的标志。""看看这个！"他笑着说道，"我妻子送给我的。"所有投资经理的桌子上都堆满了各种资料（这一点与投资管理者不同），他们总是希望在这些资料过时之前，最大限度地加以利用，从中找到更多的信息。

75年的哈佛橄榄球比赛

在卡洛特办公室墙上有一句莎士比亚的话："我们要做的第一件事情就是杀死所有的律师。"虽然他本人就是波士顿某房地产律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师的儿子。他带着得意的神情说道："我的第一个进哈佛的先祖是1669年的德高望重的丹尼尔·古金。"我对他说，我的父亲及祖父也是律师，都出生于波士顿。我的曾祖父是一位牧师，1805年进哈佛大学。显然，卡洛特认为这一切都很正常。

"你看过今年的哈佛—耶鲁橄榄球比赛吗?"他用微带新英格兰口音的腔调问道。我说我没参加。"非常有意思的比赛。14比10，我就在30码线的位子上……激动万分。我敢打赌，我是场内唯一的一个自从耶鲁体育馆建成以后就一直观看比赛的人。哈佛—耶鲁比赛创立于1913年，那场比赛也很棒：哈佛大学以36比0大获全胜。"

55年的复合利率

卡洛特在1928年5月创办了先锋基金。当时大约有25个股东，全是他的家人和朋友。他主持经营这个基金达半个多世纪，直至他退休。在55年内，先锋基金的复合年收益为13%（如果从大萧条的低谷算起则为15%）。这意味着一个原始股东如果投资1万美元并把每年的收益又重新投资，在卡洛特退休时他能得到800万美元（当然，他在30年代初会受到一次损失50%的打击）。如今，13%并没什么了不起，但这在通货膨胀很低时却是相当可观的收益率。不管怎样，我们的经验是在长期中复合利率可以创造奇迹。

现在先锋管理公司本身也为公众所持有，卡洛特只持有其中很小一部分。最初他一个人运营这个基金；后来他兼并了管理公司并把它的大部分股票售给了位于波士顿的希尔——多尔公司的杰克·柯甘。在那时成立了一个投资委员会，它包括柯甘、先锋基金的研究部总裁及卡洛特本人，另两个人在波士顿。因此每天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早上卡洛特通过电话与他们交谈，提出当天的工作计划。“这就是我们的组织方式……我们的运营方式。”他说道。他的一个朋友说卡洛特“没有任何偏见”，——也就是他并没有任何造作或浮夸之举。先锋基金的董事会议舒适而随意。

曾有一度先锋基金的董事会中有三位八旬老翁：卡洛特本人，杰洛姆·普瑞斯顿及菲利普·库利。股东们经常对这样一个由老年人组成的董事会表示怀疑。卡洛特也很喜欢这个挑战，他坚信年龄意味着智慧。

困难将要来临

“你认为我们面临着一次萧条，对吗?”我问卡洛特。

“是的，恐怕如此。我有个朋友，他是住在宾夕法尼亚的比斯利汉姆。一天晚上他参加了一个鸡尾酒会，并对在场的每个人谈了自己对股票市场及经济前景的看法。一个家伙过份乐观：‘我没有任何股票，因而股市下跌对我没有影响。’我的同事问他，‘但你的工作会怎样?’比斯利汉姆的很多产业都极具周期性——如比斯钢铁公司、迈克拖拉机公司等等。这个过于乐观的家伙大吃一惊，他无法想像失去工作后会怎样，而这在萧条的时候是很容易发生的。这是我一生中头一次真的感到前景黯淡。现在的情形与1929年如此相像，因而可能会产生相同的后果。”卡洛特向来是个乐观派，因此当朋友们得知他认为会出现一次严重的变动（实际上是90年代初期的一次衰退）时，都感到异常震惊。

那么他认为什么货币是保值的最好选择呢?短期德国债券吗?“我想可能是。但我仍然乐于在美国投资。我是个旅行家，我去过100多个国家，并且11次环游世界。但是每次回到家的时候，我都想，回到世界上这个最伟大的国家多好啊。或许日本人比我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更聪明，但我却只想待在这儿。”

萧条总会使你大吃一惊

“别指望有谁能准确地预测萧条，”卡洛特说。“当我在布利斯合伙公司找到第一份工作时，威斯利·米切尔博士——哥伦比亚大学经济学教授——到公司吃午饭。两个合伙人询问了他对经济前景的看法。米切尔博士可能被这种免费咨询搞得有点恼怒，如果给一笔咨询费他可能乐意效劳。但不管怎么说，他还是回答说他一直在写一本书，因此没有时间考虑整个经济状况。而这发生在 1929 年大崩溃的前一个月！”

哈佛经济学会曾在 1929 年宣布当时不可能发生 1920～1921 年那样的萧条，我向他提起了这件事。卡洛特说：“哈佛经济学会本来就不应该存在，它真给哈佛大学丢脸。1929 年，感恩节刚过，该学会在波士顿举行了一次会议。我的一个朋友与克利夫兰托拉斯的莱昂纳德·P·艾耶斯上校和吉米·胡佛一起喝咖啡。艾耶斯上校是国内一流的经济学家，而吉米·胡佛是股票市场的优秀分析家。他们都认为这次股市崩溃，只是结束了繁荣，而不会影响到他们或任何人的生活方式。另外还有一些非常杰出的人物，虽然能得到最好的信息，却也做出了完全错误的判断。”* “那么，直觉是否是最好的指导，”我问道。他略感遗憾地补充道：“直觉——潜意识要比统计更可靠。一个人应该凭自己的感觉行事。”

我接着说：“我们再回到讨论萧条的必然性吧……”

---

* 1929 年，哈佛经济学会在大崩溃发生后立刻宣布，“不可能发生像 1920～1921 年那么严重的萧条。我们目前并没遇到长期的清算存货、世界范围的商品市场的萎缩，以及不断上涨的货币利率等问题。”这一年年末，这个学会又宣布，“货币供给很充足，这本身就表明了目前的商业环境是稳定的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我不知道如果不是萧条清除了经济中的债务，我们又该怎么办。现在债务太多了。想一想某个人欠了债，有时他不得不继续借债，而有时又要还债。当我听到我的一个朋友——一个摩门教徒由于所谓边际账户而陷入严重财务危机时，我大为吃惊。人们不会想到一个摩门教徒会拥有保证金账户。我还认识一个人，他是我感兴趣的一个公司的大股东，也陷入了困境：他的股票从 60 跌到 24。他在保证金账户中的资产从几百万美元变成了零，并欠了政府 30 万美元的税。

“做生意时负债是合理的，但保证金负债或股票市场债务太危险，因为它来得太容易。你只要抓起电话就会在股票市场中产生负债，而一个商人则不得不去见银行家，向他解释：他的资产是什么，他的现金收入从哪里来，他的生意如何运作，他想要钱干什么，以及他想要的贷款如何能产生收入来偿还贷款。

“科克市长打算把纽约市预算削减 5 亿美元，这意味着可能要解雇许多人。我私下里在一个管理良好的大企业的主席那里看到过一份内部备忘录，计划很令人吃惊。减掉所有一般性旅游项目；根本没有头等舱；市长差点说要把所有 100 瓦的灯泡拧下来换上 25 瓦的灯泡。”我对他说，我听说在大萧条时候也曾有人要求每个房子中只留一盏灯。卡洛特笑了笑。

偏　好

通过研究杰出的投资家的经历及其思想，我逐步认识到，他们经常是发明了一种新的投资方式——或者至少修改了以前的某种方式。罗伊·普瑞斯创造了股票具有多年累积收益的思想；本杰明·格雷厄姆把投资艺术通过一系列公式变为一种准科学，这种方法在 80 年代变得十分流行；坦帕尔顿则把整个世界作为其投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资领地。卡洛特能说出他自己的贡献吗？

场外交易

“我喜欢场外交易的股票，尽管我比大多数人保守。大部人认为保守意味着通用电气、IBM之类，但我则在那些不引人注目的东西中选择。它们并不像在纽约证券交易所上市的股票那样容易受到操纵，也不易为大众心理所影响。比如说，我还记得温巴哥、柯奇曼工业及所有花里胡俏的“明星”股票，他们的这种天价是通过许多人变卖房产不断炒作来维持的。我逃避它们如同逃避瘟疫。

“拉尔弗·柯立曼有一个基金叫做场外交易证券基金。它包括了大约300百种股票。一旦它们中的一个正式上市，他就卖掉它。该基金收益极好，在我自己管理的基金中，我把大约一半的钱投到场外交易的证券上。”（场外交易股票的长期图，见图1。）

我问卡洛特他是否能证明场外交易股票天生比上市股票有更好的价值。“不，”卡洛特说，“所有的垃圾股都通过场外交易销售，但有一些王冠上的宝石，比如伯克希尔一哈撒韦。”（后来它申请并获准在纽约证券交易所上市）他说他认识沃伦·巴菲特，巴菲特掌握着伯克希尔——哈撒韦，* “他是我的朋友，他比我聪明。他在通用食品上证明了这一点。这是一家发展缓慢的公司，当伯克希尔一哈撒韦购买这种股票时，我对自己说：‘啊，沃伦这次犯了个错误。’当我注意到这次交易时通用食品的股价约为60美元。在

* 巴菲特曾经这样评价卡洛特：“从长期的成绩来看，菲尔远远超过了华尔街上的任何人。……每一位投资者都应该研究他的思想。”他还说卡洛特“不仅熟悉市场，而且对这种交易本身的情况也格外了解。如果为投资顾问们建一个名人廊，他一定会位列前十位”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Figure 1

OVER-THE-COUNTER STOCKS COMPARED WITH THE GENERAL MARKET

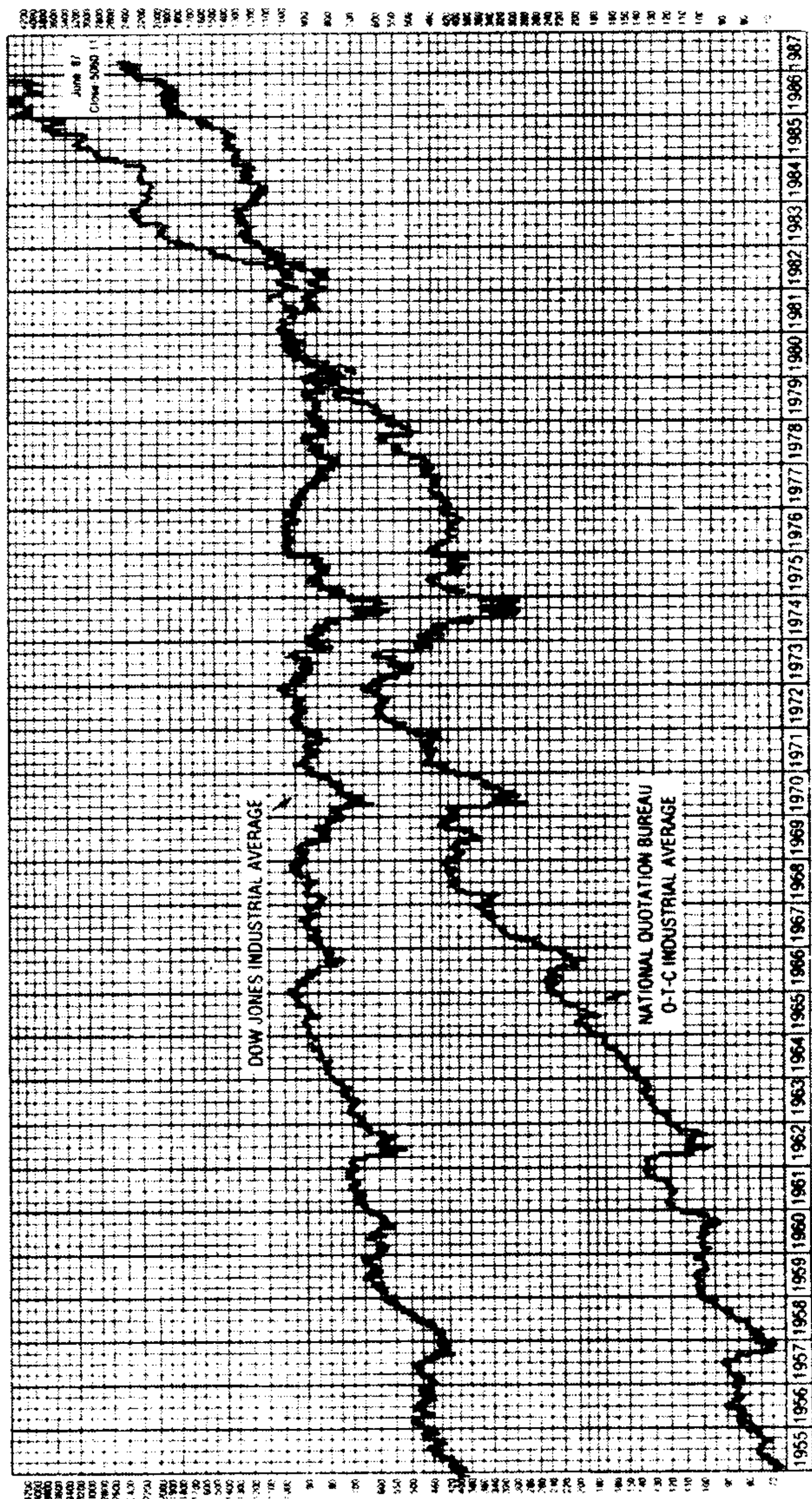


Chart courtesy of Securities Research, a division of Babson-United Investment Advisors, Inc. 208 Newbury Street, Boston, Massachusetts, 02116

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个月后，它变为120美元……哈哈！”（卡洛特在讲这类故事时发出低沉而发音很重的轻笑，他特别喜欢描述那些完全受到误解的常识性观点。）

由于这一原因，卡洛特或许可以被视为沃伦·巴菲特的一个更老的版本。的确，他们在外表上也很相似：圆脑袋并有很灿烂的笑容。两者都具有一种违反常规的性格：他们寻找别人不要的东西，他们都喜欢不起眼的股票，比如供水或桥梁公司，不在意它们被冷落了多久。特别是，他们都具有成功的价值投资者应有的耐心。多年来，他们定期交换思想。

卡洛特喜欢看到收益增加，但补充道：“如果一个公司已连续15年收入增加，那么下一年的情况很可能会很糟。”

“我喜欢阅读好的资产负债表。我能得到大量的年度报表，我都要看，至少也要浏览一下。如果报表中股权比率很低，或者流动比率很低，我就不会再看下去了。我不想看到定期负债，而且流动比率至少要大于2。如果它是公用事业，我希望看到合理的财务比率、良好的地域条件及良好的管理方式。”

“比如说，我所喜爱的一个股票是玛格玛电力。我们家族已持有该股多年。实际上，我在大约4美元时买入了老玛格玛电力的股票，并在公司把主要财产销售并部分清算时以45美元卖掉了该股，然后把所得重新投入到玛格玛的剩余部分中。玛格玛有一很大优势——即加利福尼亚州的法律规定，附近的公用事业必须以最高的‘规避成本’价格购买玛格玛生产的电力。因此它的市场是绝对有保证的，这在大萧条时期是极有帮助的。它并不是人们所说的那种保守性投资，因为他们可能从未听说过它，但对我而言，它却是绝对保守的。”

我自己有个原则：在投资前一定要查看一下公司的实物资本。因此，我问卡洛特他是否看过玛格玛，他说他去过。“以前它位于旧金山以北的喷泉。当你接近它时，感觉棒极了，你能看到水汽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从地面升起来。”

我问他，就市场资本额或销售额而言，他感兴趣的公司的最低限是多少。“这很难说，但我通常喜欢有几百或几千股东，并且资本额至少在5000万美元以上的公司。”

“我是一些古怪小公司的收集家。我有一些弗吉尼亚的叫自然桥公司的股票。高速公路架在桥上面，因此你如果想要看一下桥就要下到山谷中去，从那儿你能抬头看到它。桥下面的土地归公司所有，他们还有一个餐馆及一个汽车旅馆，人们经常去那儿待上一两天。总有一天，弗吉尼亚州的管理当局会出现几个败家子，他们以高于市价的价格买下它，同时，我也并不介意等待。”

所有者管理

“我的另一个重要准则是管理者本人要拥有公司的大量股票。我曾写信给国民石膏公司的董事长。他有两万股股票，当时每股值20美元，当然现在值更多。我发现它的总裁仅有500股公司的股票，于是就写了这封信。但是，我得到的答复却让我感到震惊：‘布朗先生拥有多少股票是他自己的事情，与别人无关。’我完全不同意这种观点。在SEC要求公司把其高级职员及董事们拥有的股票公之于众之前可能是正确的，现在却一定是不对的。一个高级职员至少应把他一半的薪水投入到他所在公司中去，如果他对公司没有多大的信心，他就不该成为公司的主要领导。如果他们自己都不想要这种股票，我还买它干吗？”卡洛特问道。他又补充说，他总是研究股东签署的委托书并从中寻找内部人持股量较大的公司。

我对他说这似乎是一个保持成功的永久性原则，但是在卡洛特从业的这么多年中，商业原则已经有了变化，他对此怎么看呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"不，商业原则就是原则，偏离原则是要冒风险的。有些人很聪明，可以成功，例如做短期投资，但这样的人很少。我看过一个研究保证金账户平均交易寿命的报告，只有二到三年。也曾有一个顾客14年才失去所有的钱，但他的初始资本有几百万美元。"

关于原则，这里是卡洛特的12个投资概念：*

1. 至少持有涉及5种商业领域的10种股票。

2. 至少半年一次重新评估持有的每一种股票。

3. 至少把所有资金的一半投在带来收入的股票中。

4. 在分析任何股票时都要考虑到最不重要的影响因素。

5. 迅速处理损失，而缓慢地实现利润。

6. 不要把多于25%的资金投入到不能马上、定期得到详细信息的股票上。

7. 像避瘟疫一样避免"内部信息"。

8. 努力寻找事实，千万不能被别人左右。

9. 不要过份依赖评价股票的公式。

10. 当股价很高、利率上涨、经济繁荣之时，至少应把一半资金投在短期债券上。

11. 尽量少借钱或只在股价很低、利率很低或正在下跌、经济不景气时借钱。

12. 要留出适当比例的资金，用以购买经营前景十分乐观的公司的长期股票期权。

了解管理

他总是亲自过问经营情况吗？"希望如此。但一天只有那么几

* 摘自《投机的艺术》（纽约：《大亨》杂志修订版，1930；弗蒙特·伯林顿：弗拉瑟出版公司，1979年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个小时，一年又只有那么多天。我有太多人们关切的股票需要了解。年度报告中主席致股东信中过份乐观的口气，总让我感到失望。如果他的信有一定的悲观，这对我而言是一个好兆头。我很欣赏公司首席执行经理的观点，他曾对我说自己宁愿从下属那里听到坏消息，而不是好消息。好消息自会证明自己。‘如果我们早点知道坏消息，’他说，‘那么就能对它做点儿什么。’文森特·皮埃尔曾遇到一个人说他总为问题所困扰。皮埃尔回答说，他刚从一个地方来，那里 6000 人没有任何问题，那人听了很兴奋，说：‘我愿意去那儿。’‘我想你不愿去，’皮埃尔回答道：‘它叫乌德劳思墓地。’”

医生作为投资者

“我有一个朋友是位著名的医生，但在投资上他总是改变主意。一次他对我说，‘股票处处是陷井。我以后再不买股票了。’他决定购置威切斯特区的房产，然后只收取租金。我就问他，如果他在半夜被人电话叫醒说水管冻了，他会怎样做？听了这话后，他放弃了购买房产的打算，于是，他跑到了美林公司。当他看到大厅内都是些年青人在工作，以后又回来对我说：‘我不能把钱交给那些小年轻管理。你愿意管理我的钱吗？’我告诉他我不愿意。‘大夫，’我说，‘你太能改变自己的主意了。’医生总是很差的投资者。”

我问他原因是什么。“一个医生应尽可能地不对他的病人犯错误。他不能只有 2/3 的时间是对的，如果他的正确率那么低他就干不了医生这一行。但对于投资，能保证 2/3 的时间正确已经相当不错了。因此当医生们开始投资并发现这种情况时，他们会变得紧张不安。”相反，当他的股票下跌时，卡洛特毫不在意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比大多数人更特殊

他观看了近年来所有11次日食，有时还要到很远的地方，包括一次在亚马逊河上观看日食。但除了这一费时不多的爱好外，他承认没有其他户外活动的兴趣或爱好。

“每个人都是特殊的，”卡洛特接着说，“我想我比大多数人更特殊。”

做为一个开诚布公而且诚实的人，卡洛特总是毫不犹豫地表达他的观点并据之行事，大多数时候他十分坚持自己的意见。有些人不太喜欢这种传统的新英格兰式的直接了当的行为方式，也有人认为这值得赞扬。一个朋友说他是一个与自身平静相处的人：有坚定的性格，没有任何内疚。

他出生在马萨诸塞州的里恩——位于波士顿以北10英里。后来他们又先后搬家到威尔斯利和列克星敦。在列克星敦他上了高中，然后去了坎布里奇。在1914～1917年的4年中，他完成了哈佛大学本科课程，并修了一年的商学院课程，当时正处于第一次世界大战，他加入了军队信号公司的航空部。他在9月份完成了在海外的训练，准备好1918年参加圣·马其诺反击战，但此时被调离原职从事空运工作。他认为“做一个活的胆小鬼比做一个死去的英雄更好”，就接受了这份工作。空运工作也并非没有风险，他所在小组的13个人中就有一位飞行员在飞机失事时死了。

1919年退伍以后，他为波士顿的一家小公司工作（这家公司早就倒闭了）。开始时他每周挣15美元，5个月后就涨到每周20美元。由于感到公司太小再难有大作为，他就辞职了。他决定周游美国并在1920年11月在西雅图找到一个销售债券的工作，在那里他遇到了他的妻子。伊丽莎白·奥斯古德曾在纽约做社区工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，但与卡洛特一样有旅游癖，她来到西雅图并继续从事社区工作。

一个平和的妇女

伊丽莎白在几年前已去世。她丈夫说她是一个完美的妻子。“我总是告诉她已经百分之九十九点九九地完美，但实际上我认为她百分之百地完美。”他说。作为威尔斯利的毕业生，她是她们班校友会主席。她也活跃于斯卡斯戴尔的教堂活动中。当卡洛特的女儿8岁时，老师在学校问她长大后希望成为什么样的人时，她回答说：“一个像我妈妈一样平和的女人。”卡洛特说伊丽莎白做事投入而谦恭。

他们一起回到波士顿。卡洛特又回到他以前的公司从事销售。但在四五个月后他再次辞职了，因为他不喜欢销售。他加入了《大亨》杂志社。他实际上有两个工作：《大亨》的特约作者及波士顿新闻局的记者——二者均属于著名的克莱伦斯·W·巴朗。这一直持续到1927年，他决定去纽约“开创一番事业”。他加入伯利茨公司并与伊丽莎白在斯卡斯戴尔租了一套房子。不久以后，他们买下了这座房子并在那儿一直住了49年。在1975年，当他们孩子均已长大成人后，他们搬入了斯卡斯戴尔的一个合作公寓。

卡洛特和他的妻子有两个儿子和一个女儿。一个儿子有三个孩子，另一个有两个孩子。他们共同经营着一家公司，他们每个人拥有该公司1/4的股份，而卡洛特拥有1/2的股份。他的一个孙女也是公司的分析员。卡洛特的女儿嫁给了一位医生，有七个孩子，她先住在斯卡斯戴尔，离她父母不远的地方，现在住在纽约的庞林。

在查尔斯·伯利茨与迪恩·威特分开后，伯利茨开始自己干。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他从《大亨》杂志社雇用了卡洛特作为公司的经济分析家。伯利茨与8家外国银行一起成立了一家早期的投资信托公司，即美国不列颠及大陆投资公司。伯利茨的合伙人向这些人保证说这是绝对安全的。卡洛特每天负责管理其证券组合并可出席董事会会议。一些德国人对美国市场感到担心并对美国钢铁公司是否能够分红表示怀疑。当然在最后，当美国钢铁公司与其他美国市场一样崩溃时，最终被从证券组合中砍掉了。卡洛特讲这个故事时又带着他常有的轻笑。

我所经历的最幸运的事情

大萧条期间，伯利茨在1932年辞退了卡洛特。因此卡洛特开创了自己的事业——他现在认为，这是他所经历的最幸运的事情，尽管当时他不这么想。开始时，他有两个合伙人，一个是他以前在伯利茨的助手，一个是推销员。与在大萧条开创事业的人一样，他们在营业的头10年内花钱极为节俭——他现在认为当时有些过份了。但他们干得不错，并且积累了资本，无论是个人还是公司。他的推销员合伙人有一批自己的主顾，但卡洛特说："我们其他人则更像沿街兜售。"卡洛特获得了一份阿姆拉达公司股东名单，他认为阿姆拉达是最好的石油公司。他推断阿姆拉达公司的股东一定有良好的判断力并理解他所说的一切，他从名单中以a打头的人开始，不断走访离他的办公室（百老汇街120号）不远的人。很快他就开始拜访以b开头的股东，并与他们结成了多年的朋友。在处理一个坏帐的过程中，"B"先生收到了一些模糊不清的场外交易股票，它上面印着列车时刻表。在一张粉红色纸上写着报价为5美元而出价为10美元。卡洛特在检查这些股票时发现，10美元的价格很便宜，便在这个价位上买入所有股票。此时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个 SEC 的代表出现了，并问他为什么买它。SEC 的人问道："你了解它的管理吗？"卡洛特说不了解，并反问道："你问这些干吗？"这个 SEC 的人说他办公室保存有所有股票的图表，他注意到股价从 5 美元一下跳到 10 美元就决定来问一下。卡洛特说："这并未改变我对官僚主义低效率的看法，SEC 尤其如此。"

在 1988 年，他注意到一个叫达柯塔电力的小型公用事业公司有批第二年到期、利率为 6%的债券很不错。一天，他设法以 89 美元的价格买入一些债券并以 93 元价格卖给他的一个顾客，赚了不少。很快他接到一个地区证券经纪人的电话，后者也发现这种债券很有赚头，该经纪人问道："刚才的那次达柯塔电力债券交易是不是你买进的？"卡洛特承认确有其事，"你还留在手里吗？""不，已经卖掉了，"卡洛特说。"多少钱卖掉的？"卡洛特回答说："这与你无关，但我可以告诉你是 93 块。"经纪人不顾体面地大嚷道："对于一个在半年后就要偿付的百分之六的债券，那个价格太便宜了。"

他多次去过东非、西非及南非，部分是为了观光，部分是为了工作（他是国际投资者基金的董事，该基金主要购买黄金）。他妻子与他曾花数天时间租车从德班到开普敦，行程 1500 英里。"那是一个美丽的国家，我有些朋友在那儿。"那么，美国的投资者抛掉南非公司的股票是否有其积极的意义呢？"完全没道理。从长期看，种族隔离是不道德的。但美国公司是好的雇主，能够起到调和种族矛盾的作用。黑人也不愿我们离开。我记得有一次，我在一个非官方组织会议上见了一些来自联合技术论坛的学生代表们，他们极力鼓吹要卖掉在南非做销售生意的公司的股票，我对他们说这是很不明智的，并问他们：'你们为什么不做一些真正有用的事？我们对待美国印第安人很坏。实际上，我们从他们那里偷来整个国家。为什么你们不为印第安人做些事情？或许你们能做些什么呢？'他们看着我，这种想法既不光彩夺目也不浪漫，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解他们不能对美国印第安人无动于衷。”

赚钱头脑

卡洛特为他所说的好的投资者应具有的精神起了个名字，叫赚钱头脑。为说明它，他讲了个故事：“多年以前，纽约正经历一场周期性干旱，你在餐馆中不得不要一杯水。”有一天，卡洛特得知皇后区水费收缴不是根据它的消费而是根据居民门前距离，他意识到该市最终要安装水表来把用水多的用户——很大一部分是被浪费掉了——与那用水少的用户区别开来。他对此加以研究，发现最可能成为水表提供者的公司是海王量器。他仔细检查了这个公司并发现一个公司董事（是银行家托拉斯的一个成员）持有2000股股票——一个令人振奋的信号。公司各种指标均不错。因此卡洛特为他的客户买入这种股票，数年后获得丰厚回报。

他说：“赚钱头脑是一种怪癖，就像数学头脑。”他举了个例子说，他有一个朋友去教堂不是去听布道，而是对贴在那儿的赞美诗中的数字极有兴趣，他禁不住用这些数字做算术游戏并最终不得不请求牧师把它们取下来，然后他才能专心听布道。

我记得G·H·哈代的书中讲了一个印度数学奇才斯里内瓦萨·拉玛纽简的故事，哈代去医院看望拉玛纽简，并对他说自己来的时候搭乘了一辆代号1729的汽车，注意到他的病房号为17290，一个平凡的数字，他评论道。拉玛纽简马上抗议说：“不，哈代，它是一个非常有趣的数字，它是可以用两种不同方式表示为两个数立方之和的最小的数。”* 一个外行很难理解这种无与伦比的数学或投资头脑。

* 即 12^3+1^3 和 10^3+9^3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡洛特投资

在 1939 年，每磅原糖的价格低于 1 美分。这时战争爆发了。卡洛特知道在战时糖价总要上涨，他找到一家已发行 2 万股股票的古巴糖业公司，其中 1.3 万股为加拿大皇家银行控制。在公司重组过程中，公司获得了各种不同类型的证券：抵押票据、公司债券、优先股及普通股。当糖价上涨时，普通股股价迅速飚升。他在 1.75 美元时买了一点，在 7～8 美元时买了更多。在 60 美元时他卖了大部分该股票，最后一点卖了 200 元。

他有一次注意到希尔斯特每股 25 美元的利率为 7%的优先股在通过该公司的报纸发售。优先股只有在连续 4 个季度都发放股利以后才具有投票权。而该公司为了保证普通股的投票权，多年来一年只发一次股息。卡洛特为先锋基金买了一些希尔斯特的优先股。许多基金中投资的交易商参加了先锋的股东大会，他们中的一些人经常在股东大会召开以前费尽心血对基金的证券组合挑毛病。为了应付这些人，卡洛特拜访了希尔斯特的财务主管。该公司刚卖掉它的一份报纸，因此卡洛特告诉这位财务主管应每年卖一份报纸，答复如果这样做公司只能支撑 14 年，卡洛特回答说这对优先股股东而言没什么不好。但为避免在回答股东提问时的尴尬局面，他还是卖掉了股票。在接着的会议中，一位交易商问他，“你如何处理西尔斯特优先股?”“我把它卖了。”卡洛特回答说，该交易商似乎有些沮丧。一年以后，优先股涨到卡洛特售出时价格的 2 倍。如果不是那些交易商的纠缠，卡洛特可能不会如此匆忙售出。

“我在投资时总喜欢把一定数量的资金用于购买垃圾股，这是一种赌博。我所受到的损失通常都是因为概念股，它们很少能赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到钱。就是现在也还有一种垃圾股让我感兴趣：液体系统。这个公司用高压产生的水汽来切割硬物——钢铁或厚纸。我认为人们还没有注意到它，因为它还没有赚到什么钱。”

卡洛特的桌子上堆着大约3、4英寸厚的年度报告、信件和各种文件，我说，这或许就是勤奋的标志。

“我不记得这张桌子是否曾经干净过，”卡洛特说，“我在伯利茨公司工作的时候，我所在的部门是经济研究部。在我离开之后，这个部门也就不存在了。我花一美元买下了这张桌子，因为他们已经不需要它了，我很喜欢这张桌子，它已经为我工作了60年。”

忠　告

卡洛特认为，下一次崩溃到来之前可能会全无征兆。

“我正在抛售股票，买进债券。”他说。“通用电器、IBM之类的债券。但是我仍然保留了许多股票，比如供水公司之类的。在经济危机的时候，只有那些保守型的、财务状况良好的公司才能存活下来。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　乔治·索罗斯
——世界级的投机家

乔治·索罗斯在公共证券投资基金领域创下了可能是最高的长期投资记录：19 年中，他保持了一个年均 34%的赢利率。如斯登哈德一样，他很好地利用了借贷这一经济杠杆，因此，传统的基金经营者和他比起来，不可同日而语。1969 年的 1 万元，经他的运作，到 1988 年就变成了 280 多万元。他的量子基金，以库拉索为基地，现在变成了 20 亿美元。他大约拥有其中的 25%，因此他很富有。但几乎和所有的大投资者一样，他现在开始变得不是那么富裕。与经营业绩紧随其后的沃伦·巴菲特（他也曾利用这种方法从他的保险公司的投资中获取了巨额利润）不同，他也有遭受厄运的时候。例如在 1981 年，他的基金总额下降了 23%。许多投资者，其中大部分是追求经营业绩的欧洲人，由于害怕他会把剩下的也输掉，便纷纷撤资，他的基金正好减少了一半。然而，下一年，1982 年，是吉星高照的一年，他的基金增长了 57%，到 1983 年底，他经营的资金额超过了历史上任何一年。但不久厄运又至，1987 年发生了一次可怕的下滑，在几天之内，损失了 8.4 亿美元，减值达 28%，虽然最后以 14%的赢利率结束了这一年。

在 1987 年大崩溃前几周，索罗斯在接受采访时说，日本的股市价格太高，因而他对日本股票做空，但是，最先崩溃的却是华尔街，10 月 7 日是个灾难性的日子。两天后，据报道索罗斯购进了 10 多亿美元的指数期货，从而使他在美国的股本金翻了一番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在短暂的反弹之后，华尔街股市又开始下跌，索罗斯恐惧了，急忙将手中的股票脱手。当他的纪经人谢尔逊倾售标准普尔期货合约时，那些商人们，像秃鹫一样贪得无厌，当价钱从230降到200（低于股票价值20%）时仍不愿投标。在索罗斯板块让开后，标准普尔期货马上开始升值，一直升到244.50。索罗斯不得不在现金交易市场上大量抛售股票。

在这种情况下，股东们变得敏感就不难理解了。索罗斯的应对方法对大多数投资者而言是极难理解的，更不用说应用了；他的方法很复杂，对技巧要求很高，必须时刻注意各种变化。一种典型的索罗斯式的做法是，同时投资于长期日元市场和短期英镑市场，如果做对了，将获得丰厚的利润；如果做错了，结果也将是灾难性的。

索罗斯已经达到了所有精明的金融专家——事实上，整个人类莫不如此——能达到的最高境界，即利用余生为人类多做贡献的愿望。许多人收集艺术珍藏，然后送给特定的人，或资助博物馆、慈善部门和公共服务机构等，以与他们的声名相符。索罗斯则创建了一家私人基金并亲自指导它的活动，一件非常有趣的事，真的，正如我们将要看到的。

他和漂亮聪明的第二任妻子住在曼哈顿东外大街，在南安普敦有一套装饰豪华的海边别墅，在华盛顿、康涅狄格和伦敦各有一套住房。他到很多地方旅游，喜欢打网球，并且是一个出色的滑雪高手。

一些个人投资者采用了索罗斯的方式，在不同的市场上，利用金融工具的杠杆作用，同时进行投机。我这儿有一个例子，一位生活在洛桑的意大利工业金融家，几年前预感到黄金价格将上涨，就投入了大量的资金且借助银行贷款来增加他的实力。他连续购买了数吨黄金。当报酬到来时，那是一笔惊人的收入……且是免税的。当时他毫不犹豫地将他的做法告诉给了其他人，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有极少数人效法他。这些天才中的另一例子是位埃及人，他始终在期权市场上保持着数亿美元的投入，上千万美元的收入不断流进他的腰包。他和那位意大利人不同，只有他的经纪人才知晓他的行踪。但他终归是亨特式的人物，虽然达到了财富顶峰，却屈服于无止境的贪欲，和他们的阿拉伯兄弟一起将10亿美元投入到白银市场上，以图囤积居奇，结果却直线滚到了破产的谷底。尘世富贵如过眼烟云，亨特总是后继有人。

外界没有机会参与这样的赌博。这些大投机者比索罗斯富有或者曾经比他富有，但索罗斯却是惟一允许外界投资者搭乘他航船的人。那些具备足够勇气这样做的人们，事实上也都收到了应有的报答。

但是，当我说索罗斯保持集中精力的工作方式时，他事实上已开始分心了。因此，他的投资者始终保持警惕就不难理解。索罗斯有时显得犹犹豫豫：他一直有业务上的帮手，像吉姆·罗杰斯和维特·涅德赫佛，并从1981年起开始寻找固定的副手，以便将基金的部分资金包给他。后来，他雇到了一些经理人员，安排他们在他的办公室上班。他们的工作经常是进行套期保值交易。

乔治·索罗斯（原始的发音为迪·地·索罗西）是一位富有热情、身材魁梧的人，眉毛卷曲，下巴略尖，嘴唇薄薄的。他嗓音平平，有些粗糙，带有匈牙利口音（他还能讲法语和德语），受过良好的正规教育。他的父亲在第一次世界大战中被俄国人俘虏，亲身经历了俄国的布尔什维克革命，但随后逃了出来。第二次世界大战中的乔治还是一个孩子，已经历了生存的挑战：作为德国统治下的匈牙利籍犹太人，全家经常辗转各地，寄住在朋友家里。战争结束两年后，乔治移居到了英国，那时他17岁。在伦敦经济学院的学业完成后，他来到辛格和弗瑞兰德公司，成为一名国际股票套汇者。经营“内部套利”，计算受担保股票或债券的相对价值，交换不同的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯于1956年来到美国，在迈氏公司和威森姆公司工作，和他的第一位妻子安娜丽丝——一位具有音乐天赋的德国女人——一起居住在格林威治的小公寓里。他的工作是销售欧洲证券，但是利率调节税的实行，减少了美国人对境外证券的购买。他花了3年时间用来写一本关于哲学的书，但最后放弃了，其中的一些思想在他的新作金融炼金术* 中有所显现。1963年，他以证券分析者的身份加盟阿思德和S·布雷卡诺德公司。他们创立了名叫双鹰的离岸基金，索罗斯于1969年受命掌管该基金。那一年，他还写了一份备忘录，描绘了一种新的投资工具——房地产投资托拉斯（REIT）的诱人前景。他正确地预言这个行业很好，它将会经历繁荣、过度发展和萎缩三个阶段。他购买了股票，当1974年房地产业过热时全部抛出，挣得一大笔利润。1971年他基金投资的1/4是日本证券。

1969年，已经39岁的索罗斯决定不再单干，转而和吉姆·罗杰斯合作，共同创立量子基金——可能是历史上最大最为成功的基金。由于没有在美国证券委员会登记，不能在美国出售，因此股东都是外国人，主要是欧洲人。索罗斯同时进行多种国际投机买卖，包括商品市场、货币市场、股票和债券市场，为此支付了大量的保证金。他将基金的资金基本上投在了股票上，而将借贷资金投在商品和货币上。他卖空大多数机构宠爱的股票，如迪斯尼、波拉德和特洛比卡娜，因此在1973年和1974年都赚取了利润，而那两年正是大多数投资者胆战心惊的日子。他又以120美元的价位卖空了雅芳股票——这是个典型的"一次性"股票，索罗斯成功了。

由于索罗斯的存在，他的基金最先发现了国防公债的优点，对高科技产业的认识也走在了别人的前面。1979年拥有M/A通讯

---

* 纽约：西蒙和舒斯特，1987年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司8%的股份，1980年拥有波特·比兰克与诺曼公司23%的股份、化学与原子能公司5.3%的股份以及计划研究所3.4%的股份。

内部人士认为量子基金早期的成功与罗杰斯的工作分不开，罗杰斯在索罗斯的董事会里持有20%的股权。索罗斯头脑里装着许多观念性的东西，处理各种交易，罗杰斯则是一位股票分析家。

1979年，美国证券交易委员会指控索罗斯操纵了计算机科学股票的价格，他被迫接受了罚款；1986年，他又被指控突破了交易限量，同样受到罚款。其实每次事件都是不足为奇的。因为进行这样大量复杂的操作而不违背任何限制，几乎是不可能的。

1987年，索罗斯的办公室里又多了一批雇员。他安排一些人做风险套汇，另一些人做期权套利，一名雇员则和他一起关注着宏观经济的动态，一队人马负责在美国的投资业务，另一小队人马负责欧洲，他还计划为日本的业务组建一支队伍。还有一个专门做空的小组：一个内部派出的经理，其他几人是半独立的。每一位部门经理都可以独立地拥有自己的一本“书”(索罗斯词典里的词：微型账户)，当索罗斯看好某种股票时，他将亲自负责购买该种股票。他常说他的任务是为每一次交易配备好第一线的工作人员，或“摸老虎屁股”，他自己则作为一名教练，站在后面，观察比赛规则的变化。*

我对索罗斯有一种与众不同的感觉，因为我的第一位雇主(其实也是惟一的雇主，如果不算军队的话)也是一位在伦敦受过教育的匈牙利裔经济学家，埃米尔·德凡，最后成为投资业巨子。匈牙利是一个坚强、自信的民族，他们习惯于抵御来自不同方向的侵略者，他们的语言——马扎尔语——是任何外人都不能理解的。他们以陌生人的身份来了解世界，对生活不抱有任何不切实

* 整个1988年和1989年的上半年，索罗斯基金的情况比道·琼斯指数要糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际的幻想。埃米尔·德凡和索罗斯一样，力图在自己的经济航行中添加更广泛意义上的目标；除投资业务外，他还和瓦西里·里昂惕夫一道做大企业、工业集团和政府的顾问，为他们提供宏观投入—产出分析。里昂惕夫是诺贝尔经济学奖获得者，投入—产出经济学之父（里昂惕夫曾经是索罗斯基金会的成员）。索罗斯显然不喜欢单一的生活方式，他在其他事情上也做了努力，如著书立说（使他懊恼的是，理解他著作的人几乎没有，即便是评论家），创立他个人的基金。他没有别的兴趣，不参加任何俱乐部或协会。

我曾向索罗斯提及过埃米尔·德凡，他不是一个好领导者，想创立一所学校，很不幸，后来告吹了。"我也不行，"索罗斯说，"那不是我的长处。但我知道，将学校变得有趣些是会招来年轻人的。"

索罗斯基金

索罗斯创设了五项基金，用来鼓励自由思想在东欧国家的传播。开放社会基金（纽约基金），开始于1979年，在世界范围内发行。匈牙利索罗斯基金创始于1984年，除他自己外，还请了几位名人担任董事：瓦西里·列昂惕夫、菲利普·凯撒、威廉·D·扎贝尔。设立基金的目的是"支持匈牙利发生的社会变革……增强创造性，鼓励文化和教育的创新"。它设立各种补助金和奖学金，对图书馆和其他机构提供资助，支持关于社会变革的研究、经济学研究和心理学研究，还帮助教育、艺术和其他领域。索罗斯说，这个基金在匈牙利以"文化部代理人"而著称。

索罗斯基金中有一个有趣的项目，由三方面共同投资。另两家分别是一家意大利银行、米兰商会和一家匈牙利银行、匈牙利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商会。他们在布达佩斯郊外一个古老城堡里创立了管理培训中心。美国驻匈牙利大使——马克·帕默最先提出了这个想法。扎贝尔·G·阿加比金院士，参加了成立大会并讲了话。他说莫斯科的一些学者反对苏联参与这项活动，但他希望能及时选派苏联学生到该校学习。学校教师将由五名西方的教授——两名美国的、两名加拿大的、一名英国的——和五位匈牙利人组成。最初设想会有两三百名全日制学生。

索罗斯苏联基金则在文化和经济领域支持戈尔巴乔夫的“新思维”。它还和戈尔巴乔夫文化基金签订了合作协议，现在它已成为独立的基金，文化创新基金。最初的目的是帮助苏联科学文化界的学者以及学生到国外旅游、学习。但是，基金这个概念并不为多数苏联人所熟悉，在苏联的存在也不是一件轻而易举的事情(《华盛顿邮报》1988 年 3 月 7 日的一篇文章报道说，该基金成立一年后还不能在莫斯科拥有账户)。现在，情况好一些，它已经开始影响俄罗斯知识界的生活。

我跟踪调查了索罗斯在南部非洲的慈善事业，在那里，他已经很娴熟于如何帮助落后地区的人们，不仅仅是有一个最初的影响力，还要能生存下去——衡量创造性慈善事业的两个标准。我感到索罗斯可能是我们这个时代最富有想像力、最别出心裁的慈善家之一，他的这个角色最终会使他在金融领域的成就黯然失色。

商　人

索罗斯的著作金融炼金术描述了他从 1985 年 8 月 18 日到 1986 年 11 月 7 日期间的交易行为。

我们读下去，会看到索罗斯喜欢用外来词为事情命名。他称这一段交易时期为“真正的时间试验”。这本日记包括了索罗斯最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的一段时期。在这期间，他基金的净资产价值增加了一倍。

日记开始于1985年8月，这使人联想起里根总统1984年的选举，以及随后的减税和增加国防开支的行动，它们开创了美元和股市繁荣的时期。美国决心对抗苏联，在政策上更加开放，欢迎外国投资者参与美国经济的扩张，这是外国投资者喜欢看到的。在外界看来，美国的地位确实很特殊：世界上几乎所有的国家要么由于受到苏联的威胁，要么由于内部原因而使投资者望而却步。因此，处于自信状态的美国自然就吸引了大量国际投资，有的是直接进行，有的是通过瑞士、卢森堡或拿骚进行。

在里根总统执政的前期阶段，大量外资的流入，使美元市场和资本市场一派繁荣景象，刺激了新一轮的经济扩张，这又使更多的资金蜂拥而至，美元更加坚挺。索罗斯将这种现象称为“里根大循环”(参看他画的奇特复杂的图表，即图2)，这个模型暗示了走向泡沫经济的可能性，从本质看，这种经济最终一定会崩溃的，债务成本超过重新借债的能力的时候是它能够存在的最后界限。甚至在这之前，许多力量都可能戳破它，于是，美元贬值，大量投机资本外逃，这反过来又导致了经济的衰退，造成螺旋下降的局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大循环

e：名义汇率（购买一单位本国货币所需的外国货币的数量；↑e＝上升）

i：名义利率

p：国内相对国外的价格水平（↑p＝本国价格水平的上升速度快于外国价格水平的上升速度）

v：经济活动水平

N：非投机性的资本流动 ↑＝流出增加

S：投机性的资本流动 ↓＝流入增加

T：贸易平衡 ↑＝盈余（顺差）

B：政府预算 ↓＝赤字（逆差）

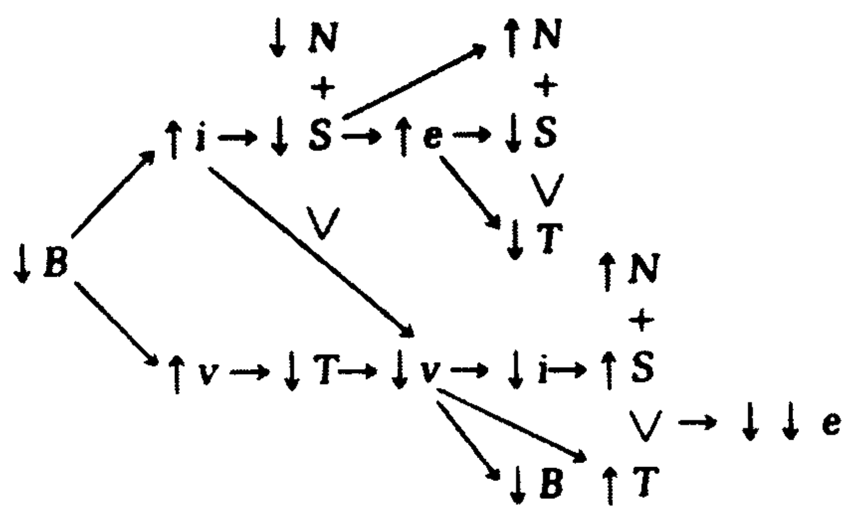


图 2

开 始

这就是索罗斯商业日记开始时的背景（1985 年 8 月 18 日），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金总值为6.47亿美元。读者也许会记得在这一时期，投资者非常担心货币供给增加会导致高利率的繁荣，之后是暴跌；经济界忌讳的就是所谓“硬着陆”。周期性股票遇上繁荣时显得强大，但是靠低利率维持的股票在这种情况下则显得很脆弱。

在日记里，索罗斯宣称他根本不相信这种传统的聪明。他认为“大循环”已经开始蹒跚，因此美元疲软，利率回升和衰退是不可避免的。他放弃了购买周期性股票的打算，购买了可能被接管的公司的股票，以及财产保险公司的股份，这使他迎来了一个最佳业绩年。至于货币，他正通过购买马克和日元而在弱币种上大做文章。他还认为欧佩克将会解散，因此卖空了大量石油。

这样，索罗斯最初的组合情况就是下表所示的1985年8月16日的情况。

三周以后，即9月6日，他并没有得到利润。马克和日元贬值，而索罗斯在这两种货币上的多头生意已达7亿美元，超过了基金总值，因此他损失惨重。截止到9月6日，他手中的马克和日元已接近8亿美元，几乎超出基金总值2亿美元。

量子基金（$100万）

	1985						
日期：	8.16	9.6	9.27	10.18	11.8	11.22	12.6
			货币投向				
美元*	−73	−182	−289	−433	−592	−567	−569
马克	+467	+491	+550	+680	+654	+668	+729
日元	+244	+308	+458	+546	+806	+827	+826
英镑	+9	+10	−44	−72	−86	−87	−119
其他	+50	+45	+16	+34	+42	+40	+33
			证券持有量				
美国股票与指数期货	+604	+588	+445	+253	+442	+707	+1020
外国股票	+183	+163	+142	+152	+206	+251	+271
美国债券	−113	0	−77	0	+580	+1074	+751

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本债券						+354	+300
石油	−121	−145	−176	−37	−187	−214	−150
基金值	647	627	675	721	782	841	867
股票价格	4379	4238	4561	4868	5267	5669	5841

* 美元的短缺量即是在几个主要货币上（如表所示）的投资超过基金资本的部分。

击败日元

由美国财政部负责召集的五国财政部长和中央银行行长会议在星期日举行。当天晚上已是香港星期一的早上，索罗斯大量买进日元，日元大幅升值，他的资产一下子增加了10%，他的日元持有量达4.58亿美元。

在9月28日的日记里，索罗斯将这次财长行长会议协定描绘为“生命中的一次挑战……一周的利润足以弥补四年来货币买卖损失的总和……”对于不走运的人们而言，4年时间太长了！这句话清楚地说明了货币买卖的艰难。如果读者看了9月6日的日记，在量子基金表上，可以看到他持有的马克为4.91亿美元，日元为3.08亿美元，总计7.99亿美元，超过基金总值。到9月27日，马克对美元的汇率从2.92∶1变为2.68∶1，升值9%，日元对美元的汇率则从242∶1变为217∶1，升值11.5%。下大赌注的结果使两种货币的持有量之和从7.91亿美元增加到10亿美元，但由于股票和石油市场的亏损，整个基金的净利润为7.6%，也就是说8～10%的利润被其他方面的损失所抵销。

索罗斯认为股票市场的跌落，强化了美元的熊市地位：股票的弱走势，使得消费者和商家都缺乏信心。而且，股票价格下降弱化了它们的担保价值，使不景气加剧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量子基金（$100万）

	1986										
	1.10	2.21	3.26	4.4	4.8	5.20	7.21	8.8	9.12	10.31	11.7
						货币持有量					
美元*	−1	+39	+81	+63	+153	+744	+159	+1192	+221	+1141	+1076
马克	+609	+783	+1108	+1094	+816	+795	+164	+905	+1280	+1334	+485
日元	+612	+726	+492	+474	+504	+159	+549	+141	+335	−955	−956
英镑	−278	−343	−389	−380	+177	−21	−25	−25	+3	+3	+7
其他	+21	+81	+63	+50	+57	+148	+202	+177	+221	+201	+201
						证券持有量					
美国股票与指数期货	+1663	+787	+1226	+432	+1062	+380	+53	+955	+1122	+589	+407
国外股票	+318	+426	+536	+499	+578	+573	+604	+563	+629	+460	+436
美国债券	+958	+215	+326	+652	+656	+313	−541	−503		+1073	+427
日本债券	+259						+1334	+2385	+2348	+1232	+983
石油	−224	−55	−28	−29	−12	−75	−43	+85	+97	−127	28
基金值	942	1205	1292	1251	1290	1367	1478	1472	1484	1469	1461
股票价格	6350	8122	8703	8421	8684	9202	9885	9628	9610	9296	9320

* 美元的短缺量是在几个主要货币上（如表所示）的投资超过基金资本的部分。

累积投资于货币

到1985年11月份的第一个星期，索罗斯对美元的投资达到了最高点。马克和日元的总值为14.6亿美元，几乎是基金价值的两倍。这意味着他顺延过去增长的势头，继续增加投入……即进行所谓累积投资。对于想在外汇买卖中品尝风险滋味的人们来说，这是一个好机会，因为一旦趋势逆转，哪怕是短暂的，你也将拥抱灾难。

“我一直增加投入的原因，在于我深信逆转已不复存在：我早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已形成的关于浮动汇率的观点是，**短期变化只发生在转折点上，一旦趋势形成，它就消失了**。”——货币投机者的箴言。

变化着的规则

索罗斯继续他的做法，同时注意到其他投机者还没有认识到这个关于浮动汇率的新规则，之前他也没有意识到这个规则，不然他可能早已达到了他的至美境界，可以利用美元下跌这一机遇赚到更多的钱。但随后情况有所不同，他看到“**当所有的参加者都已习惯这一规则的时候，游戏的规则亦将发生变化**。如果当局很好地把握了形势，货币投机者将获得与风险相称的收益。投机者最终会因为没有相应的报酬而丧失信心，而此时当局也实现了他们的目标，那么这将是我停止买进的时刻。”

我提请读者注意这段话，这是看清市场真实面目的方法。大多数投机者的致命弱点是他们遵循过分简单的规则，即用局部的数字描述他们的个别经验。如果接下来的情况不同于以前的经验，或者需要使用新的数据时，他们将不知所措。

你总可以对过去的事件加以总结，但是过去的规则却不适用于未来，因为它们是不完整的、简单的。在指导有着固定规则的游戏方面，它们是有用的，但理解市场的要旨在于理解规则是如何变化的。

回到索罗斯的日记上来，1985 年 11 月的头一个星期，索罗斯意识到国际锡协会——一个卡特尔组织——的解散，将是欧佩克解散的前兆。他此时在石油市场上的空头交易已达 1.8 亿美元，还在不断购进炼油公司的股票，原因是，以石油作为原料的炼油厂将由于油价下跌而获利。

11 月份，国会通过了格拉姆——罗德曼修正案，旨在削减政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府开支。当时正值里根—戈尔巴乔夫最高级会谈获得成功，国防开支得以削减。索罗斯感到这将是市场回升的前兆，因此决定购进股票市场指数期货。

此外，日本债券由于国内的利率上升而处于萎靡之中。索罗斯认为由于五国会议达成了刺激经济增长的协议，日本的利率将被调低。而且，他认为：*购买长期债券的最好时机是短期利率高于长期利率……当收益曲线转向时*。因此，他购买了3亿美元的日本债券期货。（在1988年12月，他指出美国市场上10～30年期的债券在年末的拨高调整使收益曲线变向，这可能只是一种反常现象，而英国债券市场的变向则可能代表着衰退的前兆。）

孤注一掷

现在的索罗斯拥有的基金价值8.5亿美元，其中日元和马克多头价值15亿美元，还有8.7亿美元的英镑空头，他在货币上下的赌注超过基金总值6亿美元。

同时，他在股票期货市场上做多，买进10亿美元，在债券市场上做多金额几乎达15亿美元，在石油市场上则做空，金额达2亿元。

准确地计算出这些资产的总价值是困难的。由于资产放大的结果，到1988年11月，粗略估算，索罗斯经营的资产总值达40亿美元，在不同的市场上，或做多或做空。他直接控制的资产为8亿美元，放大比例为5倍。

他于12月8日说，“我向来都对事物的发展充满信心，并坚持自己的投资决定。”看起来似乎是这样的！但是，他后来的观点却和八月份时大不一样了。当时他认为“大循环”已经到了最后一个阶段，信用膨胀刺激了经济，为国防建设提供资金；当信用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迅速瓦解之后，一切也都将随之衰败下去。11 月，他对发生的一切都有了清醒的认识，又重新作出了评价：政府已经组织了一次国际行动来抑制美元下跌，因此美元的下跌最终将会很小。而且，美元和债券市场的回升有助于稳定美元，因为债券价格上升有利于联邦储备委员会调低利率。

生命中的牛市

因此，索罗斯写道，“我们可能站在了股市繁荣的边缘上。”许多公司被合并，过剩的生产能力得到了控制，没有被合并的公司则降低了成本。美元贬值减缓了价格对美国公司的压力。将这些情况和统一的国际经济政策联系起来看，他感到情况好极了，股票将再次大幅升值，超过它们的资产价值。但对如何削减美国的财政赤字尚不清楚，对如何激励这个债务国的经济也缺乏良策。尽管如此，为解决这些问题所做出的努力已经完全可以提高对股市的信心了。

按索罗斯的说法，大多数欧佩克国家有一个反常的供给曲线：价格越低，产量越大，以便维持一定的收入水平，而这又使价格进一步下跌。因此他决定在石油市场上保持空方地位。

到 1986 年 1 月初，索罗斯的投资结构有了很大的变化。反映他牛市状态的情况有，他在美国股票和指数期货上的投入增加了 6.43 亿美元，对外国股市的投入则从 4700 万元增加到 3.18 亿美元，总投资达到 20 亿美元，他在国内债券的投入增加了 20.70 亿美元。他完全抛掉了为防范美元风险的 5 亿美元投资，这就使他在美元上的净投资降到了基金总值之下。此外，他在石油空头上的投资也增加到 2.24 亿美元，仅仅一个月！

索罗斯相信，牛市通常在成熟之前能够经受各种考验，在成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟后则随时可能出现崩溃。崩溃没有征兆，但此时还远远未达到这个临界点。

不断变化

在2月份，他的股票减少到12亿美元，但到3月26日，他觉得自己对股票牛市的理论是正确的，石油价格下跌增强了他的这一认识；因此他购买了国内国外的股票，使总值达到18亿美元。他的基金从1月初的9.42亿美元增加到了13亿美元。

在4月4日，他又从股票上撤退，卖出8.31亿美元，但接下来的一周又购进7.09亿美元——这可肥了那些经纪人！5月20日，他再次卖出6.87亿美元，这些做法被广泛用于指数期货。

股票分类

索罗斯国外股票的2/3，占总股票的40%，可以分成三类：芬兰股票、日本铁路和房地产股票、香港房地产股票。芬兰股市名气小些，价格偏低，但有一些著名的公司。后两种则是同一概念下的不同类别：过度的流动性造就了两地地产业的繁荣。至于日本的铁路业，已经有10多年没有发展，股票仅能以其价值的一小部分售出。他们发现可以用借来的钱投资于商业不动产业，从而获取利润，原因是借款利率低于房地产业利润率。因此，日本的铁路业在借贷经营房地产业方面极有经验，以很大折扣出售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与矛盾共生

7 月，索罗斯面对着两种互相矛盾的理论：第一，我们尚处于一个巨大的牛市上；第二，石油价格的下跌可能继其他因素之后诱发一次螺旋式衰退，这将葬送繁荣。

一个投机家同时以两种相反的理论做为行动准则，在读者看来是不可思议的，但事实上在许多场合这样做是明智的。在国与国之间的军事谈判中，这种方法被称为“双轨”战略：如果你不撤除部署的导弹，我将部署自己的导弹；如果你撤除了，我也不再坚持。并且，在问题澄清之前，我将依照最坏情况部署导弹，但同时也不忽视事情变好的可能性。

我发现，当存在两种主要的压力时——有利的和不利的，股市不是在二者之间选择一个中庸的平衡状态，而是在不同的时候分别抵销两种压力。因此，你不得不记住不同的情形和相应的备选方案。例如，战争可能毁掉一个国家，这对股市当然是不利的，但另一方面，战争意味着支出扩大和通货膨胀，因此在战时，投资者会抛掉贬值的货币而屯积货物，包括那些用股票来代表的产品。战争的恐惧通常先引起经济形势低落，然后又重新恢复，也就是先抵销一种可能性，然后抵销另一种。既然面临的是这样一种境遇，投机者应该牢记两种可能性随时都可以发生，必须采取相应的措施。

7 月末索罗斯又一次困惑于熊市。他观察到，油价下跌对经济有利但也有不利的一面，它阻止了美国油田的开采以及与石油有关的支出，得克萨斯和其他产油州深受其害。新税制改革出台后，房地产业的逃税更加困难，房地产业也有所降温。农业弱化，国防开支被裁减。说到底，消费者是经济增长的最后决定因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币贬值使政府为刺激经济而降低利率的努力更加困难，因为高利率对于吸引外国资本是必要的。

因此，在“生命中的牛市”假设下，索罗斯看到了相反的情况。怎么做？他的答案很有趣：“一般说来，我不放弃建立在仍然有效的假设之上的做法；恰恰相反，我将在新假设之上采取相反的做法。”如果一个基金中的两个或多个投资经理采取了不同的（通常都是成功的）战略，就会出现这种情况——他们至少会暂时地处在两种完全相背离的轨道上。

他举了一个令大多数投资者困惑的例子。“如果我最初进行一项真实投资，然后卖空相等的份额，那么价格下跌20%（即使它同时影响多头和空头两方面），我在多头上投资将只剩下80%。如果我适时地收回空头投资，就能弥补这种损失；即使价格上涨使空头交易受到损失，也要比价格下跌时的多头交易的损失小。”

他指出，现实比这个例子复杂许多，因为他同时在几个市场上操作，例如他在7月中旬就是如此。“在星期一，7月14日，我购买了标准普尔期货，因为按照我们的技术分析，收盘价将更高。道·琼斯指数在上星期一（7月7日）下降了63点，预计在下星期一还会有一次下跌，形成一个瀑布状的熊市。当股市实际上以更低价格收盘时，我在第二天改变了做法，到周末时，我的空头比重已超过了多头。我还抛出了一些长期债券，买进一些国库券期货。然后我挤进日本债券期货市场，在美国公债上的空头量增加了一倍。这些策略背后的想法是，我希望有关的行动能有助于降低利率，但随着美元贬值，美国债券的反应将是负面性的，同时日本债券将进一步升值。”

我们中有多少人能将它算清？

这些从索罗斯商业日记中选出来的片段，将给读者一个关于他策略的基本印象，当然，只有书才会提供更多的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近的举动

在1988年的一次国际行动中，他做出了一个错误的也是奢侈的决定，对抗美元以及在泰国市场上成功的投机。

后来，索罗斯积聚起了大量的个人资产，他驾驶的不再是一艘价值1500万元的海上小快艇，而是20亿美元的远洋巨轮。他变成了一个循规蹈矩的人，他的美国股票中的大部分是道·琼斯蓝筹股。

他还积极寻找那些市价低于其破产价值的公司，从这一点上看，他最终成了一位“价值”投资者。他的参谋们为他做分析工作，他只负责大事。他已成为夏龙钢铁公司债券的最大拥有者，维特·波桑那公司中心股份的持有者。波桑那是一个贪得无厌者，他控制了一个又一个的公司，他本人及亲戚拿着高薪，还有额外津贴。波桑那被起诉是难免的，终于他在佛罗里达被判为有罪。夏龙破产后，索罗斯竭力收回债券。他以前曾以52美元的价格卖空了波音公司的股票，在得知T·布恩·皮肯思打算购买该公司后，他又以45美元的价格进行收购。索罗斯还插手一大批小公司，如达那克和恩维罗代。附录二列出了有关它们的清单。

作为向导，索罗斯的方法，主要是针对短期投机者提出来的，但是，他的许多独特的思想仍然值得去体会。

社会与个人

蒙田曾经一针见血地指出了自己在作为波尔多市市长和一名思想家之间的区别。市长应该以身作则，提倡进步；而思想家应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该——实际上也必须——有自己的思想。“你可以在表面上作文章，却不能掩盖问题的实质。”与此相似，索罗斯一方面提倡控制货币，谴责不顾廉耻的拜金行为，另一方面，当事物的发展无法逆转的时候，他也会对货币进行投机，因为这是游戏规则所允许的。

投资技巧

下面是索罗斯的部分投机原则：

1. 从小做起。如果事情顺利，可以做大些。他的观点是，在浮动汇率时代，事物发展的趋势更稳定、更具有决定性。

2. 不要奢望无所不知。“投资者以有限的资金和有限的智慧来操作股市，他们不必知道每一件事。**只要知道某事胜过其他人，他们就已经有戏了**。”例如，当索罗斯受雇于威思姆出售欧洲证券时，发现德国主要银行的证券投资超过了银行资产价值，因此，如果你购买银行股票，你实际上不花任何代价就获得了利润。这些就是想使自己行为正当时人们所需要知道的，他这样做了。这个理论很有说服力，它不需要特别详细的资料。然而出于同样的原因，索罗斯发现投资于技术股票是困难的，因为需要专门知识。他因此错过了80年代的技术繁荣。

3. 一个投机商必须首先搞清楚他敢承担的风险的程度。这是最难判断的事情之一。

尽量简单化

索罗斯说他从不花很多时间来研究经济，也不读华尔街的研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究报告，基本上通过看报来确立自己的观点。他还经常和世界著名的信息机构取得联系。

1981年，他有18名雇员，大部分做管理工作。"我从没有见过他们，也不知道他们的名字，"索罗斯说。到1988年，他说："我也说不清有多少雇员……也许接近50。"

市场理论

索罗斯观察到主要有三种股票市场行为理论：基本理论，技术理论和"有效市场"理论。

1. 他和许多人在股市上取得卓越成绩已证明了有效市场理论的荒谬——按照有效市场理论，这是不可能的。宿命论教授认为索罗斯现象可以用运气来解释，但果真如此的话，莫扎特也可以被认为是因为运气的缘故。商界没有人相信这一理论。索罗斯讥讽道，"有效市场理论越有市场，市场就越没有效率。"

2. 技术分析的理论基础很脆弱，实际应用中问题很多。

3. 基本分析认为收益能力、资产等因素构成的价值决定着股票价格。但是股票价格也改变基础价值，通过股票的买卖，企业的合并等。

我的观点是股票价格最终将由价值决定。投资者不同于投机商，不必担心短期变化。但是，索罗斯认为交互理论比上述三个理论更正确。

交互效应

索罗斯"交互理论"说的是**观念可以改变事物，而事物反过**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来又改变观念，这种现象通常被称为“反馈”。用我的话说就是，如果公主吻了青蛙，青蛙变成了王子，她将给予他更多的吻，他也将吻她，以及……我不知道最后是什么。另一方面，如果你拴住一条脾性好的狗，并且踢它，说道：“坏狗。”这条狗会真的变得很凶，扑过来咬你，而这又会引来更多的踢打，更多的撕咬。

回到钱上。如果投机商判断美元将要升值，他们的购买举动会推动这一趋势。这反过来又会使利率降低，刺激经济，美元继而再次升值。类似地，如果许多投机商认为国际电话电报公司或海湾西方石油公司或其他任何公司的股票将要升值，那么他们的购买会使股票升值，而且管理部门会利用这个机会以这些股票作为贸易代用券去收购其他公司，这使得股票再次升值。

索罗斯把这种事物对观念再对事物的交互影响称为“鞋带”模式。

交互的一个重要方面是参与者的信息不完全。正如我经常看到的那样，这也是军事决策的实质性问题：“战争烟雾”阻止你获得想要的信息；说实在的，当你真的得到这些信息时，情况已经变化。

索罗斯试图建立一种一般性的交互理论解释 80 年代的大崩溃，就像凯恩斯《就业、利息与货币通论》解释 30 年代的大萧条一样。他承认他现在还没有一套成熟的经济理论，虽然他认为这个思想很有价值很有趣，真的如此。投机商肯定已经对此深有体会了，但一般公众却未必。

索罗斯对两个存有交互作用的金融领域特别感兴趣：贷款与担保之间的关系、经济与管理者之间的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款对担保的影响

贷款活动增加了作为贷款基础的担保的价值。如果一家公司或一个地区可以像日本的铁路公司那样很便宜地借到钱，以低价购买获利资产，从而赚一大笔钱。那么贷款活动就会很多。贷款通常会刺激经济活动，一个强有力的经济会使资产升值，收入增加，而这又使贷款活动更加有利可图。

然而，当债务太多以至于超过了清偿能力时，担保品就会被卖掉，以清偿债务，而这时出售的担保品通常都降低了价值，使整个过程走向相反的方向。

大多数国际银行家看不到借款国的借贷行为对其债务比率的有利影响，他们也没有认识到担保品价值的降低，反过来会使经济不景气。

规　则

信用膨胀最大化与规则水平最小化通常是并存的，这种相互作用的形式很特殊：既不规则也不重复。索罗斯说，1982 年以前繁荣和衰退是交替出现的。可是现在的繁荣由于国际间巨额坏账被人为地扩大了。坏账来自于索罗斯所称的集团贷款系统，尤其是不同的银行贷款俱乐部，以及美国政府这个“最后贷款人”，上述行为加强了“大循环”。

索罗斯强调为保持稳定，金融市场需要规则。他还指出一种在两个极端之间移动的趋势：由于经历了规则繁多的痛苦，美国又移向另一个极端，即非规则化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯还极力促进成立一个国际性的中央银行，以保持货币稳定，重组债务，提供充足的新信贷。“如果没有一个稳定的国际货币体系，我们不可能有一个运转良好的世界经济。”他宣称。这个目标以三个贸易集团为基础：欧洲货币体系，一定程度上还包括英国；美元体系；日元体系——三者达到一致。

石 油

索罗斯曾建议为石油建立缓冲性的股票，这不仅能提高石油市场的稳定性，而且可以为拟议中的国际银行提供资金，他还建议创造一种石油本位的国际货币。但今天，他觉得那个想法已经过时了。有秩序的石油价格已经历了三个时代：标准石油（在卡特尔控制下的过剩的生产能力）、得克萨斯铁路协会、欧佩克。现在，前两个阶段已经过去，欧佩克也已步入它的晚年，因此设立一个新的机构是必要的，通过它，消费者和生产者能够协力稳定价格。

他承认任何解决货币和石油问题的办法都不会是完美的和长久的，但是世界上任何事物莫不如此。

均 衡

古典经济学的均衡理论解释不了投机行为的跟风效应，该理论声称，对于大多数物品来说，都有一个自然价格，交易以它为基础进行，市场将会出清。它不适用于拥有众多公众参与者的市场，这样的市场随着团体热情的变化而消涨、振荡。

如果索罗斯能将投机市场行为放进古典经济学里加以解释，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他将取得惊人的成就，但他做不到，这一点也不奇怪。投机市场及一切充满冲突的地方，如战争、扑克牌游戏等是由社会学家分析的，用新的数学语言，如博奕论和一般系统论。索罗斯承认对这些还不熟悉。

索罗斯争辩道，古典经济学的均衡概念是一个神话，有着太多的假设，如完全竞争，完全信息，可分割的无差别的产品，供求曲线。他认为，在现实生活中，人们的买卖决定于预期。如果一个生产者预期价格将要下降，那么他就会像投机商一样，在价格开始下跌时卖更多的产品，而不是更少。相反，如果价格上涨，我们可能会预期供给增加，需求下降，阻止价格上升的势头。但是，有时会出现与此相反的情况：货币升值，而且，由于对通货膨胀的阻抑作用，加上其他原因，上升将自我合法化。因此，由于供求曲线在很大程度上决定于市场因素，你得到的将是趋势，而不是均衡。

自我加强的循环

索罗斯认为现时的趋势和流行的“偏见”是股票价格的原动力（通常被称为标准预测），而这两者不受股票价格的影响，这种影响力具有自我加强或自我纠正的功能。

每一个循环都是特殊的，但仍可以发现一般规律：

1. 当趋势继续时，投机交易的重要性随之增加。

2. 偏见（标准预测）跟随趋势；趋势持续的时间越长，偏见越强。

3. 一旦趋势固定下来，它将进入自己的轨道运行。

特别地，货币倾向于波浪式移动。综合上述三个法则，索罗斯发现投机会强化货币的不稳定性。这是他反对自由浮动汇率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分原因。

繁荣与萧条

索罗斯认为一个典型的繁荣/萧条过程具有如下特征：

1. 趋势尚不明朗，扑朔迷离，难以判断；
2. 开始过渡到自我强化的阶段；
3. 成功地经受了市场方向的检验；
4. 市场信心不断增强；
5. 现实与观念之间出现偏离；
6. 高潮；
7. 然后，在相反方向上开始与此相反的步骤。

索罗斯首次运用上述繁荣/萧条过程分析是在一次大企业繁荣中，另一次是在房地产信托生意中。这两个例子的吸引力都在于它们溢价发行股票的能力。

相反观点：趋势是你的朋友

他进一步解释道，即使可以预测的事情也难免出错，在转折点，事情可以与主流观点相反，而这个转折点又是很难准确定位的。换句话说，你可能知道事情将要发生，但除非你同时知道在什么时候发生，否则仍将无济于事。特别是当你处于空方时，迅速抓住转折时刻尤其必要。

现在，说话的是索罗斯，一个商人。设想你确信日元将升值，于是借来10亿美元全部进行投资。下一次贬值可能要到下一个季度或明年才会来临，但在转折点到来之前，你随时都有可能被迫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退出这场游戏。因为今天和明天的决定性因素是一些即时性的供求变量，它们受时事新闻的影响，还有政府因素，最重要的是契机。这正是那位资深商人的一句格言所揭示的意思："趋势是你的朋友。"抵抗趋势尤其是差价会使你面临很大的风险，因为你可能抓不到变化的那一时刻。

另一方面，对于那些耐心的长期投资者来说，重要的是价值。他们深知潜在价值的重要性，并且只动用一部分资产。如果你花50分买了价值1元的东西，或者现在花50分买了两年以后升值为1元的东西，你不必为那个转折点何时出现而担扰。你判断自己买了个好价钱的方法之一是几乎没有其他买主。

因此，投资者都坚持反趋势行事，虽然这样做很危险，尤其是以保证金账户投资的人。

一个灵活的理论框架

凭着灵活的理论，索罗斯希望能处理一切问题。例如，在他的商业日记或"真正的时间测验"开始之际，他认为"大循环"是脆弱的：美元和美元经济的脆弱都会导致高利率，反过来又会引发经济衰退。就在这时美国货币当局实行了"肮脏浮动"的政策，减缓了美元贬值的压力，使得利率下降。金融市场上人为的繁荣阻止了经济的下滑，带来了一个拉长的繁荣。

从他的日记中看出，索罗斯的一个重要品质——为每一位成功的商人所具有——是有错即改。例如，在1978年和1979年的股票投机狂潮中，他做空了国际旅游股票。罗伯特·威尔逊在这次华尔街现代史上引起广泛争论的空头交易中，也和索罗斯采取了一样的立场（详见《金融大师》）。他在向所有的人宣布了他的选择之后，便出外旅行去了。后来他所持股票从5美元涨到60美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元多，他被迫花了很多钱补进。索罗斯与他不同，在看到错误时，只简单地改变一下位置：从空方转向多方——这进一步加剧了威尔逊的困境，并在交易结束时获得了丰厚的利润。

货币——存在主义的选择

索罗斯正确地观察到，一个人不可避免地要以某种货币形式保存自己的资产。另一方面，如果你拥有某物，最终必须找个地方安置它，正如你必须给自己安置一个地方。大多数投资者，大多数资金管理者，从不有意识地想想他们想去哪儿，他们只是随便住下。如果你住在苏黎世，那将很棒，但如果住在太子港，就不太好。* 有意识地选中其他国家而不是自己的祖国，这对于一位爱国者来说是困难的，尤其对美国人来说。摩根宣言已经提出了一个好建议，即永远也不要看跌美国。但是如果不考虑短期，不论是美元还是美元股票都不可能永远是最佳选择。因此，索罗斯说，你必须认识到：不做决定本身就是一种决定。“有时，我羡慕我那些无知的同行们，”他谦虚地说，“他们不知道他们正面对着存在主义的选择。”

“1987 年大崩溃的历史意义是……它标志着经济和金融力量由美国转到了日本。”索罗斯说，“美元在任何价位上都是不安全的。金融资产的持有者寻找价值的最好源泉，美元不再位列其中。然而，30 年代大萧条的景象，不可能在 1987 年大崩溃以后重复，因为它给人们的印象太深刻了。”他认为马克在 1989 年初很有吸

* 我有一位颇富魅力的朋友，他来自达荷美（现名是贝宁）；同时任驻联合国和海地的大使。海地把达荷美看作是母国——如同墨西哥人看待西班牙一样。他过去每年总要去一次海地，参加独立日的庆祝活动。他的家庭财产包括一部分在达荷美的租金收入。他经常困惑地问我，为了应付家里可能出的麻烦，他是否应在海地也买一两处租金性的财产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引力，因为联邦银行不想让它虚弱。但他不相信黄金，因为在目前的价格水平上，新技术创造了更多的供给。

自我否定的预言

“我的方法的作用不是进行正确的预言，而是纠正别人的错误。”索罗斯说。

1987年10月14日，他在伦敦《金融时报》上发表了一篇文章，预言了日本市场将要下跌。他预言对了：下降了约10%左右。然而后来日本政府干预了，市场稳定下来并上升到历史最高水平。“我认为这个泡沫经济还会下降，但政府有能力实行软着陆。”他说。但是，美国市场的下跌，他却没有预测到。结果他的基金在几天之内损失了8亿美元。

他还认识到：“我预测的显著特征是我始终对从不可能实现的发展进行预测，……部分原因是市场会影响他们预言的东西……交互过程不可能有预先决定的结果：结果是在过程中决定的。”

他潜意识里是一个与生活唱反调的人，认为大多数机构投资者都是错误的：“他们的位置越显赫，我越不认为他们能做出正确的决定。”

但是，任何事件都是在市场中形成的；打个比方说，他们站在船头上向外看，当船将要触礁时他们也可能对人们发出警告。“我们生活在一个否定自我预言的时代”，他补充道，或许这解释了那个古老的格言：市场真的可以预言衰落，并且使当局恐慌，因而采取措施来阻止它们。这就是索罗斯用市场“魔法”表达的意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思，市场魔法不同于科学，科学是寻求理解的*，魔法是试图变化的。

旧东西，新名字

索罗斯的风格之一是为他的想法冠以郑重的名字，这些本来有着普通的名字，为大家所熟悉。他这样一来，把它们弄得很有趣。我以前提到的“交互”代表反馈，“偏见”代表标准预测，“大循环”代表泡沫，“合作社”代表银团，“真实的时间测试”代表商业日记。在 1985 年 12 月 8 日的日记里，他觉得世界还没有走到尽头，繁荣还将持续一段。他没有将其描述为缓刑期，而是描述为“资本主义的黄金时代”，这个名词在 6 个自然段中出现了 4 次；他还提到“生命中的牛市”。这时标准普尔 500 种股票平均指数达到 2000 点。9 个月后，即 1986 年 9 月 28 日，他写道，“现在是宣布这个‘资本主义的黄金时代’的终结，重新为下一个阶段命名的时候了。”这是我们最后一次听到“资本主义的黄金时代”。标准普尔股票指数现在大约是 2300，这样，在存活了九个月、平均上涨 15%之后被宣布终结了的“资本主义的黄金时代”或许是历史上时间最短的一次！

建 议

我们现在处于另一个自我加强并最终将自我破坏的循环中

* 对此我的回答是，科学是为政治服务的。例如，纳粹的“科学”种族理论。在我们今天的时代，“政治科学”和“有关的科学家”的政治性超过它们的科学性。“把政治称为科学，你能更多地影响事物。”索罗斯不无嘲讽地说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——80 年代的癫狂综合症的结束。

市场参与者无法终止发展中的繁荣，即使他们意识到这必定会导致衰退。停留在市场之外既不可能也不可取：现代经济已经一体化了，没有世外桃源，正确的策略是站在船上，在下沉之前跳离它，将灾难减小到最低点。索罗斯在投资于房地产信托公司时做到了这一点，人们不会忘记他这次的精彩表演。

至于繁荣—萧条过程，那些相信趋势的人，在变化来临之前，当然是正确无疑的。因此，问题的关键就在于尽可能准确地抓到那个变化的时刻。

经济萎缩的副产品包括失业和生活水平下降，是很痛苦的，货币当局总是竭力阻止它的发生——当信用膨胀时是可以做到这一点的。**但是当借款能力开始萎缩的时候，经济的停滞必不可免，这是一种空前危险的状态。**

索罗斯确信纳比斯科的被接管和迈克尔·米肯的衰落标志着顶点，就像绍尔·斯坦伯格试图在合并狂潮时接收化学银行时一样（他认为，布什政府应该取消在金融兼并中对还债利息的税收减免政策）。现在流行的将股票分成不同部分的做法与后者如出一辙。

这次的繁荣—萧条过程会像它们通常表现的那样发展吗？今天的趋势，如果可以产生符合逻辑的结果，将不可避免地以崩塌而告终。但政府的职责是防止这一切的，除了 1987 年 10 月的错误造成了市场的崩溃外，索罗斯认为政府做得越来越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 活钱

——能自我增值的新钱

要想使新钱变活——即不断攒钱，并使它们增值——一个家庭必须了解三件事。第一，问题是复杂的。别人也希望能分享你的资本所有权，他们不辞辛苦地通过税收、通货膨胀、各种规章制度、劳务费以及其他武器来实现这个目标。在这场永不停息的储户与社会的斗争中，社会最终几乎总是赢家：大多数家庭财产被侵吞。

第二，只有那些有能力、有经验并时刻关注于此的人才能胜任资本经营的工作。因此一个家庭最好的选择往往是雇一位专家，并认真监督，就像雇外科医生或律师一样。

第三，找到一位优秀的专家本身也是很难的。最好的投资者很少与私人顾客打交道。最好的也不可能永远保持最好：他们变得野心太大了，总会有问题发生。家庭必须了解这个事实，以便正确决策。一些著名的家族在这方面是如何做的呢？

不久前，洛克菲勒家族的办事机构宣称它正在组建洛克菲勒信托公司来管理170位家庭成员的私人财产。发言人说，“公司最终将接受外部顾客的委托。”尽管洛克菲勒家族连续五代的传统是只在家族内部开展业务，而且事实上连许多家族成员都无法参与这些交易，但我敢打赌，洛克菲勒信托公司最终将成为一个成功的投资咨询机构，与外部投资者一起分享它的投资才华。

类似地，菲浦思家族的投资机构贝莎默信托，1974年决定接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受外来账户。一位显赫的顾客是当时任白宫办公厅主任的唐纳德·里甘。1981年他成为财政部长后对贝莎默信托怀有一种盲目的信任感。

另一个家族机构——斯塔伍德——也为里根总统提供了挣钱的机会。这个机构负责经营罗森沃德和斯特恩家族在希尔斯——罗布克公司的财产（斯塔伍德来自于德语的Stern——“星星”和wald——“木材”），1983年，斯塔伍德被联合金融服务公司收购，而在机构中为里根总统工作的经理却离开公司，开创了自己的事业。

这是一种趋势吗？当家族机构——富贵王国的沉默的代理人终于向公众敞开大门的时候，是否为那些无力拥有自己的专门机构却仍需要金融指导的家庭提供了机会呢？

可是，如果这些家庭聘用那些从不固定服务于某个家族的专业投资顾问，是否更好呢？

让我们更仔细地考查一下上述两种方法——同时也应注意到它们之间正在相互融合的趋势。我将从一般概念入手，然后考查几个特殊的例子。

家族办事机构

家族办事机构往往由族长（一位很成功的商人）的服务机构演变而成。他最初任命的一位管理者（通常是一位会计师）看管好他个人的事物：检查支出和收入，查验并支付账单，及时办理保险，处理家务活以及类似的事情。后来，他的妻子、孩子也都利用这些机构。为了适应家庭的需要，办公室采用了许多聪明的办法：将事情交给专门机构做，如旅行代办机构、轿车出租公司，享受特别旅馆的优待，认识可信的戏票纪纪人、晚会筹办者、乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团、搬家公司和能工巧匠们，同时与职业介绍机构保持良好关系。

如果丈夫可以通过家族办事机构或机构的联络网订百老汇戏票，他的妻子也可以这样做的。有些机构以训练狗而出名；还可以雇用专业人员而由顾客支付账单。我们的一位大客户，从一个小国家的王位上被赶了下来，我们甚至发起一场运动，帮他恢复王位，写了上千封的信，举行了无数次的会议，向议会和联合国请愿，诸如此类，可惜仍未成功。富人的女儿通常都迷恋马，如果需要，办事机构可以负责建设马棚及训练用的器械，记录开支，整理折旧单。办事机构还计算成员在每个州或每个国家停留的天数，以回避各地高额的管辖权税。

后来，族长的会计师雇一位秘书作帮手。家族把支付账单、制作平衡支票簿这些琐事都交给办公室做，以后越来越依赖于办公室。确实，由于这种方便的服务，家族的第二代人往往根本不知道如何签支票，如何读银行财务报表，不去了解预算的要求。

到最后，家长开始担忧如果他不在了，将会发生什么。他注意到他的子女越来越脱离现实（事实上，正是他使孩子这样的），于是有可能将孩子们的继承权交给信托机构管理，然后再为家族增加一名律师和一名投资专家。

当他死时，机构的管理者发现他掌管了事务。如果机构的投资技巧成熟，每件事都将很好地运转；相反，如果只是按步就班地处理一些帐务问题，它将失去赚钱所需的机敏头脑。

幼儿化

或许从这一点来看，我们已经发现家族教育的薄弱（洛克菲勒家族的一位年轻人把这种现象称为“幼儿化”），与此相对应的是办公室的力量却在增强。我知道一个例子，最初的会计师的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个儿子组建了自己的公司，管理家族的事物，每年和家长的子女们开一次会，这两个已是中年的儿子坐在桌子的一侧，另一侧是那些被召来的子女们。他们提供家族事务报告，回答问题，午饭后，对未来做些说明（他们不是投资者）。

在这个例子中，家族的第三代共有18人，却只有一人继续从事商业。因此，不能奢望会摆脱这两个儿子的控制。这种现象为学历史的学生所熟悉：幕府将军在日本支配了统治者的家庭，名义统治者被挤到角落里，王朝衰落了，一直到第三代或第四代才通过一场宫廷政废黜了受雇的管理者。

我也亲身经历过一个类似的故事。两个克利夫兰商人成立了一个生产电子管的公司，他们做得非常成功。第二代继续他们的事业；第三代则失去了经商的兴趣，让总经理以3000万价格卖给了一个德国财团（到了第四代，更是对什么都不感兴趣）。

但不久这些德国人发现，通过这么远的距离，很难使公司有效运转，于是又把它卖给了6个执行董事，以3年前他们买时的价格，通过产权产易机构。这些董事们在成为所有者之前做了几次手脚（那是不允许的），18个月后，他们将改装过的公司以1亿美元卖给了纽约股票交易所里的某个公司，赚了7000万美元！董事们发了大财……第三代和第四代的败家子们应该受到惩罚。

现在，我们帮助这六个董事的家庭建立起了信托慈善基金，以便使他们的孩子不因钱太多而衰弱，使家族免遭厄运。这是他们希望的，因为不久前，他们亲眼目睹了那个家庭的衰败，因丧失了活力而为我们的委托人提供了机会。由于他们都是高智商的人，他们能在这个棘手问题上取得成功，至少保持一代或两代。

在波士顿，管钱的传统是古老的，但至少和纽约一样有效，为避免衰败而采取了苛刻的现实主义的方式。我有一个朋友就出身于这样一个有名望的家族。在上大学之前，他被迫走上了与父亲一样的道路。当时父亲和他一起计算了上学的学费和其他费用，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后交给他一些表格，上面要求他在毕业后必须偿还上学的一切费用。他很吃惊，但还是签约了。他养成了努力工作的习惯，并喜欢这样，他这个习惯永远保持了下去。

变 化

无论怎样，如果说家族有部分程度地衰落，那么办事机构也通常会出现萎缩。职员们日益老化，缺乏想像力，他们能胜任的工作不再是预测危险和抓住机会，而主要是提供及时、准确的财务报告了。

一些比较警觉的家庭成员开始萌生了独立创业的念头。如果信托条文将他们限制在办事机构之内，他们将变得暴跳如雷，像被锁起来的狗一样。但是，许多家族办事机构采取了同样的解决办法：接收外部的客户，并允许家庭成员自愿离去。这样，在价格和业绩方面就会出现竞争。我对此完全赞同。这看起来有百利而无一害，只要它对新顾客和老顾客一视同仁。但也存在风险，如果机构的投资技巧是平庸的那更糟，在这种疏松的结构下，它将被家族成员所背弃。太糟糕了！但无论如何，类似这样的机构已经从当初的萌芽和多变状态走出来，而变成了投资顾问公司。

投资顾问

以今天的标准来看，早期投资咨询业的服务是过于粗糙的，我喜欢30年代大萧条时期关于一个纽约某俱乐部会员的故事。他看了一下表，突然跳起来，对酒吧里的人们说他必须走：他准备去拜访一位投资顾问。其他人被惊呆了，很少人有足够现金偿债，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有盈余拿去投资。

一小时后，那人回来了，一副沉思的样子。"喂，怎么样?"其他人问道，"首先，他问我有多少钱，"他回答道，喝下一大口饮料，"我告诉他我有20万美元。""他说怎么办?"其他人又问道。"他让我将19万投资于国库券上。"周围的人赞许地点点头，小心总没错。"剩下的1万呢?""他说给他!"

以前，投资顾问只限于建议是向股票投资还是向债券、抵押贷款投资。这么多年来他们不断增加自己的业务，现在一个提供全方位服务的公司将告诉你购买哪一种股票或债券，以及如何处理税收、不动产、石油和液化气、风险资本——许多这样的事情。这种类型的公司出现在30年代早期，它和家族办事机构一样为私人提供投资服务。

一个公司的投资能力似乎与它在信托、税收和其他私人金融领域的能力成反比。一家精于信托和不动产管理的律师事务所或者由会计师演变而来的提供全方位服务的家族办事机构，通常在管理日常事务，付帐和税务代理方面优势明显——但投资能力比货币管理公司就差些，后者的业绩就是自己的招牌。当然有些公司象查理斯·普拉特司，也做投资业务。同样，当一家货币管理公司涉足财产计划等领域时，也不如财务公司和法律咨询公司熟练。此外，没有一种风尚占统治地位。企业的兴趣很广泛，从繁华到破旧，从不合时宜到追求时髦，从积极进取到消极防守，从投资业务到个人服务等。

然而，越来越少的投资咨询公司或银行信托部真正感兴趣于家庭服务。一个原因是迅速成长的企业养老金业务，吸引了大部分能干的管理人员（卡尔·马克思的预言变成了现实不过不是以他设想的方式：我们的工人养老金现在成了美国企业的最大所有者）。当你面对一个40万美元的家庭账户和一个5000万美元的养老基金时，无法给予同样的重视。除非你像一个技工一样，出于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对职业的追求而不是对金钱的追求，否则你是不可能同样注意家庭小账户的，况且搞家庭服务所需的费用又是昂贵的。因此，大多数投资公司，以追逐利润为本性，都尽快地转到了养老金上。我在研究这个问题时惊奇地发现，我们公司是纽约最大的纯粹面向家庭的投资咨询公司。有趣的是，仅仅服务于机构的投资顾问公司重新出现了。这种服务被称为“资产分置战略”，要求的报酬很高。*

对于银行来说，提供“个人银行服务”是困难的，因为他们的数额太小而且人事变换频繁。这儿有一个例子，我是从一个客户那儿听来的，一位纽约望族的成员（奥得姆先生），他觉得银行没有尽力为他服务，因此请求和银行个人业务的负责人（比格先生）会面。午饭也准备了。银行方面出席的人有：比格先生，两个负责投资的人，公关部负责人（我称他为康泰克先生），后者的助手也到了。

奥得姆先生准时入场，带着贵族式的礼貌，与康泰克先生和那位助手闲谈。然后两位投资人到了，最后是比格先生。那位重要人物大步向康泰克走来，有力地挥舞着手臂，亲切地说，“喂，奥得姆先生！非常高兴再次见到你，你气色不错！”奥得姆惊奇地盯着他，可怜的康泰克先生脸都变绿了。

老年人

老年人如果身边没有亲人，将更依赖于家族办事机构或投资顾问、法律咨询公司。这是由于精力不足所致。一件工作对于40

* 虽然它不一定有用。《华尔街杂志》1989年5月16日的一篇文章显示，在1989年股市强劲时，位列前十位的这些服务公司的资产只有55%投资于股票，其中有三家根本不做股票，三家股票的份额仅占10—30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岁的人来说有趣，但对于60岁的人而言就是厌烦的和困难的，对于70岁的寡妇就是绝不可能的。针对这些情况，一个研究小组已连续对家庭观察了15年到20年，试图理解代与代之间的相互作用，这是很有价值的工作。我们有位顾客，她年纪很大，已迁到迈阿密居住。她有个不诚实的秘书，不久，我们注意到一些奇怪的撤资行为。一名财务人员下去调查后，才弄清事情的原委。原来我们这位顾客的秘书在用两只手挣钱，她甚至假冒雇主在支票上签名，买了一部卡迪拉克！我们派一名女职员为这位老人服务，同时通知了警方，将这位秘书绳之以法，这虽然痛苦却是必要的。我们还劝说卖主收回了卡迪拉克。

谁支付账单

投资咨询公司的收费标准在一定范围内滑动：例如，当资产在100万之内时，收取利润的1%作为服务费，当资本在100万～200万之间时则为0.75%，依此类推。当家族的资产种类很多（如子女的信托基金等）时，出于简化账务的需要，费用总是加总以后一次收齐的。这就给家族出了一道难题：如果总资产是500万，收费标准为100万内每年收取利润的1%，最低不少于0.25%，那么这些成本如何分配呢？按家族成员的资产比例分担？还是由更老、更富有的一代分担更多的费用（这些费用可以抵税）？这样做可以让下一代人（假设他们属于收入水平更低的阶层）的费用降低。人们通常选择后一种作法：上一代人负担更多的份额，这也是两代人之间税收调整计划的一种形式。

附带说一下，证券交易委员会现已允许登记过的投资顾问分享利润，作为工作的动力。截止到目前，一般还是限制套头交易者分享利润。这种鼓励拿顾客的钱冒风险的做法，在以前恐怕是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能也不应该被接受的。

让我逃离陷阱

投资顾问不得不经常将客户从风险游戏中救出来。我相信我的所有同行都有过这样的经历。一位富有的老人（现在，他在华尔街行话里被称为“净值极高的资深公民”），想从事有声望的退休工作。受这种想法的驱使，他将钱投入到一家公司，成了这家公司的主席。然而，由于过分乐观、管理不善、不诚实或三者都有的原因，形势开始不妙。如果这位投资者神智不清，愚蠢得在这种情况下继续投钱，或批准公司文件，他将遭受更大的灾难。人们常常不得不雇律师和技术顾问，将资产分成几部分，然后出售——或至少提出发展建议，从外部筹集资金而不是一味地自己投资（从外界筹钱是可行的，从历史上看，投资者可能比他本人想像的更坚定更有办法）。

一位波士顿的投资顾问劳伦斯·库里奇，讲述了另一个类似的故事。一位客户和一个宗教组织的领导人一起来到他的办公室，客户打算加入这个宗教组织，这又需要他捐献一笔钱。库里奇请他的客户进来，并关上门。当那位在外边的人等着把证券拿走的工夫，库里奇帮助客户重新明确了财产的功用，是为他的家庭服务而不是宗教组织。

委　托

库里奇的公司和别的公司一样，都鼓励顾客进行可撤回的委托，这是一种处理资本的灵巧办法。有两种委托方式，不可撤回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的和可撤回的。前者是将资产永久性地交给独立的代理人，由代理人按照受益人的意愿进行管理，例如，丈夫通常把房产收入留给妻子养老，而大部分财产则留给他的孩子或再下一代人。这种委托需要交纳的税较多。

另外一种，可撤回的委托（也称为"活"的委托），对于个人来说，也是一参与管理的机会，而且不需要交税。顾名思义，财产委托人与代理人只需笔尖一动就可取消整个委托业务。许多家族机构（尤其是在波士顿，据我观察）喜欢可撤回委托方式，每一个家族成员都可以撤回自己的委托，重新进行选择。这种方式相对来说比较自由，只要你愿意，当你想周游世界时，放心地去吧：代理人将为你支付账单，照顾好每一件事，如果你需要更多的旅行支票，发一个电报就可以了。

当然，这得花些钱，且需要交纳额外的税。为什么这样烦人？最主要的原因之一是它在个人与财富之间插入了控制器、制动闸。"已在布里罗奇发现了一幢迷人的别墅，"那位兴奋的受益者发电报，"从 40 万美元降到了 20 万美元。""不明智，"代理人的回电让人扫兴。这时委托人可以解除委托代理关系，购买别墅，但很少有人这样做。另一个更好的例子说的是一位轻率的女孩在里维埃拉爱上了一个希腊花花公子。他想让她将 80 万美元放在肯尼亚的赌博上，这位痴迷的姑娘说，"我将乐意这样做，伊恩斯，但我得先问一下办公室。""为什么？"她崇拜的人问道，"难道你想做的事还不能自己做主吗？这是你自己的钱，对吗？""噢，是的，但我不得不这样，我们经常请教于办公室"。非常正确！在代理人精明地扼杀这场交易的时候，我们的年轻女士也应观察一下伊恩斯是感兴趣于她本人还是她的银行存款。

这个例子显示了家族机构在某些时候所具有的近乎神圣的功能。它像神道教的圣殿，将现在一代同他们的祖先联系起来，它是家财的保护神。因此纽约一老家族的机构仍然保存着该家族成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员的出生和死亡时间记录，在长岛上建立家族墓地，记下谁葬在哪儿——尽管这个家族自己很早就已放弃了那儿的财产。

今天，正如我在开始提到的，这种神圣的服务终于开始对外开放了，就像许多家族机构对公众开放一样。当然，当你遇到某个家族的第五代时，假如说有150个同辈人，包括许多不同名字，你将发现他们分属于不同的机构。这儿有一些例子。

5600号房间

这个题目谈的是一个200人的机构，它负责处理洛克菲勒家族80名成员的事务，位于洛克菲勒中心顶层的一大套房间里。这是一个非常秘密的机构，很少同新闻界或其他人接触。贪婪的约翰·D·洛克菲勒，创建了**标准石油**，赚了9亿美元——相当于今天的100亿美元。他晚年时开始向慈善机构捐款。1934年，他的儿子又为他的孙子们创建了5个信托公司，每个价值5000万美元，这些公司现在控制了洛克菲勒集团（以前称为洛克菲勒中心）90%的股份。

这个集团的资产主要体现在四个方面：洛克菲勒中心财产公司，拥有位于曼哈顿市中心的12幢装饰艺术大楼，价值16亿美元，以及同一地区的其他四幢大楼，价值10亿。库曼与威克菲尔德公司，一家从美国无线电公司手中以2500万的价格买来的房地产公司，现值超过1.25亿美元。

还有洛克菲勒中心发展公司，拥有中心以外的财产；洛克菲勒中心电信公司，最初为中心的租户提供通信服务，现在已面向公众；以及无线音乐厅公司。奥德莱公司经营着七家电视台和四家无线广播电台，1984年以3.32亿美元买来后，1986年又以6亿美元卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四种财产是温罗克联营公司，家族进行资本投资的有限责任公司，营运资产达 1.5 亿美元，在公有和私有公司里都有投资，包括阿波罗电脑公司、苹果电脑公司（曾是其最主要的发起人）、商业大陆、中托克、康温特技术、伊文斯与苏诺兰德、英特尔、绘图教师等公司。在早期，决策是由劳伦斯·S·洛克菲勒做出的，他是一位经验丰富的资本家，而现在，合伙人中再也没有洛克菲勒家族的人了。

洛克菲勒家族的每一代人都想尽可能地保存自己的权力。例如第三代——“兄弟们”——渴望挣脱他们的父亲小约翰·D的权威。林德勒·凯姆鲍尔在《洛克菲勒家族：美国王朝》* 里曾描述过一件事：“温斯罗波满面流泪来到我这儿说，噢，我多想做些属于自己的事情。”姐姐艾贝描述了一次颇奇怪的会议，参加者包括邓·布恩、理查得逊·狄沃思等七八个人，还有一个名叫琼·李的会计师：

> 他们拿出一个小的红色公文包，“我”的投资尽在其中。每件事都已经做好了，我感觉自己就像一个局外人。狄沃思向李建议由他检查投资项目，他看完后向我做了简短的说明。他谈到埃克森公司时说：“这是我们的老朋友了。”然后又谈到美孚公司，“美孚就好比是埃克森的小妹妹。”这就是他使用的语言，很幽默，但却清晰地把我和钱隔开了，我不知道哪些属于我。这个办法很有效。我感觉好像我脸上带着面具任人宰割。5600 房间是按照我父亲的方式复制出来的，它禁止任何人提有可能解释它内部逻辑的问题。

洛克菲勒家族第四代的成员近些年来变得很活跃，包括向慈善机构捐款，这会使约翰·D·洛克菲勒极为伤心。劳伦斯·S·

* 由彼特·柯立亚和大卫·赫罗兹著（纽约：赫特·瑞哈特与温斯顿出版社，1976）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛克菲勒的女儿劳拉宣称，“摆脱钱的困扰是很难的，尤其是想让这些钱有益于社会而不是危害社会的时候。资助那些力图改变旧的体系的人，而不是我们这样的人，是一种可行的办法。”很明显，这样做的目的是为了赎家族的罪过，被称为帕蒂·哈特综合症的典型病例，在许多富贵家族出现了。他们的后代往往加入自由党，像肯尼迪或艾威尔·哈里曼一样。

洛克菲勒家族第四代的收入水平都不太好，他们只获得公司收入中的一小部分，但是他们有22人以及第五代的50多名成员。第四代的很多人都与慈善机构关系密切，第五代则认为他们的生活需要钱，投资商业也需要钱。1983年的一项研究结果令人吃惊，它发现洛克菲勒集团的利润率只有1%左右。原因之一是，洛克菲勒中心，家族的核心资产，经常业绩不佳。据说大楼的每平方英尺的维修费用超过了纽约任何其他的大楼。相当数量的长期租约是在70年代早期签定的。每平方英尺的租金大约为26.5美元，只有现在租金的一半，而且只有租约期满后，他们才可能提高租金。如果把税金和管理费都算进成本的话，无线城音乐厅已经连续几十年亏损。他们早就想关闭它，因为它还制造了大量噪音。他们需要发善心替居民想想。

就在大厦将倾之时，洛氏集团的领袖大卫·洛克菲勒，请来理查德·维尔做总裁，以图有所振作。维尔是一个合适人选，他在拯救宾州中央铁路公司时表现不凡，成功地实现了资产的重组与扩张，就像在比特瑞恩公司里干的一样出色。

维尔发现洛氏集团在赫斯顿和达拉斯等地有20多亿美元的房地产投资，而这些投资将会面临供给过剩的风险，于是他撤了这些投资，还从石油天然气公司和集装箱公司退出。

1984年，以3.32亿美元买下奥特莱公司，和以4亿美元买下了哥伦比亚大学的一块地皮一样，都是通过借款实现的。因此，偿还债务一项占用了集团大量的货币收入。为增加流动性，迫使家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

族成员增加货币持有量以及建立一项基金，寻找新的机会，维尔先生将目光转向了洛克菲勒中心。但若直接卖掉，光税金就需交纳4亿美元，维尔没有这样做，而是组建了一家房地产信托投资公司，取名为洛克菲勒中心财产公司，进行了历史上数额最大的房地产交易。

这个拥有12幢洛克菲勒中心大楼的公司，卖出了价值7.5亿美元的普通股票，以及5.5亿美元的欧洲债券，这些债券大部分在2000年将转换为股票，总价值为13亿美元。与洛克菲勒家族成为共同股东的想法，使得该项交易很有吸引力。但当专家研究过后，一般认为这项交易对洛氏家族有利，对新投资者利益不大。普通股的价值是以对纽约商业房地产租住率的乐观估计为基础的。尽管出售者使出了浑身解数，但销售形势依然严峻，价格甚至低于发行价，而此时股市的一般行情正处于涨势。他们一方面表明对曼哈顿写字楼的信心，另一方面却迫不及待地希望公众加盟。

1986年，维尔卖掉了奥特莱公司，价格为6.25亿美元。如何使用近20亿元的资金呢？首先，偿还公司的债务；其次，毫无疑问，维尔将乐意施展他的经营才能，建立一家多种经营的控股公司，有可能在纽约证券交易所上市。为了满足家庭成员——他们赞成出售——对流动性的需要，外界投资者已被允许进入集团内部，包括意大利汽车巨子捷尼·艾那利，得克萨斯的富豪贝尔顿·克勒贝格·约翰逊。

如前面提到的，5600房间已经组建了一家小型的内部信托公司。有理由相信，洛克菲勒信托公司最终会寻找外界的委托人。如果它这样做，就会走上和菲浦思家族（二者向来是唱反调的）办事机构一样的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝莎默信托

亨利·菲浦思年纪比安德鲁·卡耐基小，他们都是在宾夕法尼亚的艾丽赫那城长大的。他的父亲是一个小鞋厂的厂主，雇卡耐基的母亲做“装订工”。亨利·菲浦思对数字很敏感。他开始是卡耐基的会计，后来成了合伙人，卡耐基那时正建设大型钢铁公司。当T·P·摩根想要组建美国钢铁公司时，他意识到多谋的卡耐基的那个钢厂尚在他的控制之外。据说在一次著名的谈判中，摩根问道，“你出价多少?”卡耐基递过来一张纸，摩根瞥了一眼(他的习惯做法)，点头同意，付给卡耐基2.26亿美元。超过不久前卖价的两倍以上，其中有菲浦思的4300万——相当于今天的10亿美元。听到这个消息时，菲浦思笑了，“好极了!”后来卡耐基遇见摩根，一副怀念往事的尊容，说道，“我当时应该再多要1亿。”“我会为之付款的。”摩根迅即答道。这表明吃亏的还是卡耐基。

亨利·菲浦思大规模地赞助慈善事业：诊所、公共浴池、游乐场、图书馆。然而下一代的想法有所不同。亨利的孩子，阿迈(格斯特)、约翰·海伦（马丁)、亨利·C和霍华德，都认为家庭最应该受到赞助。他们建造了别墅，尤其是约翰，他在老威斯特伯瑞，有三个马球场。菲浦思的孩子们还曾拥有棕榈滩1/3的产业。当约翰变换住所时，他（或他的办事机构）总要召集九部小汽车，组成一个专列：三部用来载家人和仆人，三部为行李车，最后三部装马球和食物。

所有这些费用，都由一个被称作“家族计划”的不寻常的机构提供。亨利·菲浦思几乎将他的全部财产都分成了一系列的小基金。为管理这些基金，他和另一个家庭成员一起指定新泽西州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的贝莎默信托来做这件事。贝莎默后来被它管理人中老一代的家族成员赋予了极大的权力。

更为奇特的是，信托的主要财产是贝莎默证券公司，由菲浦思家族投资，购买股票和债券、不动产、石油和天然气、风险资本协议等等。它的股票只能卖给家族其他成员，因此一个较年轻的成员对自己的资产没有多少发言权。1911 年贝莎默资产是 7500 万元，到 1987 年增加到 15 亿美元，虽然这是一个巨大的数字，但扣除税金和红利后，年增长率仅为 3.7%多一点。贝莎默证券公司和贝莎默信托共同负责菲浦思家族的股票生意，但在私人买卖领域却不一定需要和贝莎默信托合作。

贝莎默提供的私人服务大大超出了任何家族机构的服务范围，约翰·菲浦思的 9 部小汽车只是一例，那儿有常人能想拥有的一切。它负责开闭棕榈滩的别墅，当盥洗室堵塞时，有管工负责疏通，草坪和屋顶有人管理。雇人将船驶出新港，当然，当主人到亚利桑那游玩时，还负责蹓狗。主要的家务活，如重新粉刷，都另行收费。服务中的其余部分，尤其是为第二代和第三代服务，实际上，大部分服务都不申报纳税——因而也是免税的，因此增加了红利收入。这很好，虽然未能完全符合税法精神。

第四代和第五代的“家族计划”与先前的亨利·菲浦思不同，经常出现一些不稳定的情况，矛盾重重。

1957 年，莱布兰德——罗斯兄弟和蒙哥马利公司的审计师们研究发现，管理者和委托人之间的内部交易，使贝莎默没有达到应达到的成绩。由于这个原因，第三代成员艾思蒙德·B·马丁开始用法律手段从贝莎默撤出资金。70 年代早期，这个家族在房地产业上的投资损失了 8700 万美元，但仍未使家族觉醒（老亨利不相信债券而相信房地产，但他从不用借来的钱投资——只用现金）。溃败之后，艾思蒙德的队伍中又增加了他的大外甥，玩马球的温斯顿·格斯特，奢侈的生活已迫使他不得不卖掉了帕姆海滨、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多古玩和艺术品。直到1974年，他们在法律上的努力才有了些许回报。那时，贝莎默为支付现代化的费用，试图征收信托代理费。随后，加入马丁和格斯特集团的有格斯特的姐姐，狄安娜·曼宁以及另一位亲戚玛格特·伯格那。这回反对者取得了胜利，新泽西法院判决削减将近一半的代理费。

在这一段时间里，家族每年多支付税款数百万元，因为贝莎默的收入要先支付公司所得税，利润分给股东后再交个人所得税。因此一段时间过后，温斯顿的儿子费瑞德克·格斯特，也加入了逃离“家族计划”的队伍之中。

此后，在70年代早期，贝莎默做出了明智之举：除照管200位菲浦思家族成员的事务外，引进外界账户。通过比较外界支付的相同费用，来缓解心怀不满的成员的批评。“公开化”意味着将你的分析和操作过程向外部委托人公开，他们如果不满意，可以离开。这样有助于你保持努力。由于服务对象的增加，使得费用分摊后降了下来，同时也容易雇到更称职的人。

近些年来，由于卓越的业绩，良好的管理和丰富的想像力，账户款额已增至50亿美元。菲浦思家族支付的费用仅占总费用的1/3。贝莎默只允许大额账户加入：最少的年费用为45000元，以1%的资本费用率为基础，而对于增值的部分以及国外证券则按1.25%收费（外国投资事实上业绩不好）。最近几年，贝莎默的最好成绩是平衡的资产结构和权益账户以及账户的公正。

尽管如此，贝莎默（或者5600号房间）永远也不会建议自己的客户按照菲浦思的“家族计划”的模式来处理资产了！

美国信托业的沉浮

我们已经考察了家族机构；现在让我们看一下美国最古老的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资管理公司，纽约美国信托公司。它于 1853 年开业，在那时是一个全新的事物，不仅作为顾客的代理人，而且提出投资建议。

那时，股票还是个新鲜东西，在纽约证券交易所仅有 24 种股票上市，相对于现在的数千种，规模太小了。因此把资产分散投资于股票和债券（或者投资于互助基金和房地产业）的思想是不可能出现的。信托财产经常以不动产或其他有形财产等受托人可以亲自管理的形式存在。

但本世纪初，工业的迅速发展，使富家财产转换成各种公司股票，富人们需要专业人才来为他们理财。美国信托公司有了施展才华的机会。其他许多成长在本世纪的有名气的信托公司，最后大多变成了商业银行，信托业成为它们的兼营业务。美国信托公司虽然也开展了商业银行业务，却一直把信托业务放在首位。现在它是银行界少数几个纯粹进行信托业务的银行之一。可是它的顾客不时地需要现金，就算是一个有几十万身价的人也需要贷款。因此，仅仅是比其他银行利率高出 0.8%水平，就可以令客户们纷纷抽回自己的资金了。他们不在乎持有货币而增加的额外成本。

美国信托公司曾经是银行信托业的骄傲：有一批聪明且富有经验的员工，他们了解生活、金钱和家庭。我的外祖父、摩根的一位同事，为了他的孩子和孙子，曾将一笔信托财产存放到该公司中。

但连续的成功使他们自鸣得意，问题出现了。“信托公司”事实上变成了一个俱乐部，丧失了在一个充满困难的竞争世界里生存所需要的那种敏锐的创造力。我们正面临着通货膨胀、高技术、社会变迁，还有日本人的威胁，生活热闹极了。

通往投资厄运的捷径是失去对危险趋势的感知，在股票市场上，你只有做别人不曾做的事才能发财。如果你参与到集体的快乐与恐慌之中，你将失去赚钱的机会。避免此种境遇的一个办法是，请一位聪明富有经验的大人物来管理，就像摩根拥有朗其特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·亨廷顿一样，一个彻头彻尾了解投资游戏的人，并且在必要时可以改变行情。他可以挑选并控制新手，客户感到他对世界无所不知，不像计算机打印出来的干巴巴的图景（柏拉图的洞穴寓言：我们是通过影子来了解事物本身的，我们的知识是通过无数数据形成的）。当这位大人物因年老而离开以后，他的继任者或许是一位目光短浅的新手，于是，事情就变糟了。之后，董事可以从银行里请一位新的经理，强调要恢复秩序，使利润回升，然而，由于不是投资者，他将无法进行有效的投资，而且在混乱状态下也缺乏长远的战略。

美国信托公司学会这个道理付出了沉重的代价。它在70年代早期股市的狂升时——"一次性买卖"时代——受到了双重打击。他们当时认为一些企业——"漂亮的中年人"或"纯洁的少女"——比其余的企业有着更好的持股前景，因为一旦持股，就高枕无忧了。这将使管理变得容易些，并带来丰厚的利润。

可惜的是，这种想法和华尔街上的所有观点一样，注定要走向灭亡。许多"中年人"——雅芳实业、波拉洛德、静电产业等公司——在1974年以后，收益能力萎缩到原来的1/5～1/7，甚至更低。美国信托公司再次受到打击，高价买进的股票损失惨重。更糟糕的是，当市场开始复苏的时候，带动大盘上扬的不是成长股，而是"夕阳股"，如美国钢铁公司、通用汽车等。

美国信托公司解雇了那些喜欢"中年人"的经理。后任者抛出了"中年股"买进了"夕阳股"，可是此时前者已经降至最低点，开始反弹，而后者却已达到了它的顶点。

于是出现了新一轮的解聘，当然，许多人是自动辞职的。美国信托公司的研究部人数最少时曾从20人减到4人！这个银行已有百年历史了，而且仍打算继续下去。可是在客户心中，存活与否关键取决于人的因素，而不是公司的历史。在1976年到1979年间，养老金部门的主管更换了5次，这样一种状况怎能让客户有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全感呢？

上述这些人事变更都无济于事，在整个70年代中期，公司的业绩很差。事实上，在《美国银行家》杂志1978年的排名表中，它的提款卡、养老基金和分红账户业务在全国172家基金组织中都是倒数第一。

投资上的混乱与政策上的困惑相呼应。它开展了私人金融服务，为客户提供避税场所，避税的投资具有内在的风险：否则就不会有人找它了。一些选择是灾难性的，包括赫姆—斯特克石油公司和西方财务公司，这导致了客户对美国信托公司的集体诉讼。这些事件的结果是，美国信托公司在80年代中期成了少数几个老牌信托公司中经营资本下降的公司之一。

最后，在1979年，董事们找到了丹尔·P·戴维森，摩根财团的老担保人，一位商业银行家，与其说是一位投资者不如说是一位银行家。戴维森在困难面前从不退缩，他研究了形势之后，迅速取消了避税业务和个人金融投资计划。他还放弃了国际银行的业务，降低了养老金和给大企业借款的比重。做到这些后，银行规模得以收缩，意味着它只能从餐桌上得到一些碎面包屑。

几年以后，他做出了一个艰难但彻底的决定，完全从商业银行业务中退出！下面是他对这些决定的解释。

> 主要原因是商业银行市场已大大萎缩，但竞争者却增加了许多。
>
> 商业银行的市场业务量缩减，开始于商业票据性质改变的时刻，商业票据刚出现时是一种灵活性不大的金融工具，但后来它参与国际贸易，逐渐涉足商业存贷和企业短期需求的金融业务，而这本是商业银行的传统领域。
>
> 举一个例子足以说明问题：1962年，我做第一笔活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期贷款业务时，有 20 亿美元的商业票据在外流通。当我，还有我的银行在 1987 年退出这一业务领域时，市场上流通的未清偿的非金融性企业票据已达 790 亿美元。

无法想像商业银行与大企业同富贵的前景。一种更有效的金融方法已被发展起来，商业银行死气沉沉，不可能再恢复昔日的盛况。

在这时，米查利·迈肯先生和“低档”债券参与进去了。对于我来说，当另一种金融工具绕过银行直接贷款时，历史正在重演。据推测这个高收益市场的业务量在 1977 年是 80 亿，而现在已达 1500 亿美元。

外国银行很早就已在美国银行界站稳了脚根，但只是最近才成了国内活跃的借贷者。10 年前，外国银行对国内工商业的贷款仅占总量 8%，但最新的数字（1987 年）已发展到了 16%，相应的贷款量也从 170 亿美元发展到 1987 年的 910 亿美元。

国会和州立法机关解决储贷银行问题的方法是给予他们更广泛的业务权，进行商业和工业贷款。这等于向两场而不是一场火上浇注汽油。商业银行市场上有了新的信用提供者，这不啻于给商业银行头顶上开了个洞。这种兴旺是以负利差导致的巨大亏空为代价的。毫不奇怪，作为一个整体，这些没有经验的借贷者在心急火燎地想抓住这个机会的同时将自己变成了牺牲品。这种不好的态势成了国家的灾难，如果不发生金融恐慌也会以一种相似的闷火的形式留给 21 世纪。

经过大幅度裁减组织，戴维森将注意力集中在面向公众的信托和私人证券的传统业务上。“我认为集中在基础板块上经营是最好的选择。”他用了一个轻松的比喻：“紧紧地以家庭为基础。”到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，他的努力在经过最初的痛苦之后终于取得了成功。银行自有资金回报率提高，证券经营达到了中等水平，并且在市中心的老詹姆斯·古德温广场设立了一家小分支机构，重新树立了自己的形象。这个分支机构位于西 54 大街 11 号，离它的上等顾客更近。在棕榈滩也有一个以瓷砖为屋顶的机构。几年前卖掉整个银行的谈论，现在再也听不到了。

西 54 大街的分支机构委托埃德温娜·桑地做一件雕刻品，放在大厅的休息处。这个雕像是一个正在蹓狗的人（有点像戴维森）。戴维森不允许自己的职员提供蹓狗的服务，但是他们可以雇人来做，他们还雇佣厨师、女佣，以及其他可以使客户感到舒服的服务。其他项目包括帮助客户整理房间，转交补助支票给寄宿学校的学生，甚至打印学期试卷都在公司注意力之内。公司还举行婚礼和丧葬仪式。这些服务过去的费用就很高，现在更是提高了不少。

社交场上的做作在戴维森这儿不见了。过去接待客户时照例是要上茶送花的，现在已经取消了。8 间威廉伯格风格的餐厅中的 3 间，以前是招待客户的地方，现在已被换成了办公室。

为了避免定位错误和决策失误而毁掉所有的业务，股票的选择权事实上已下放给了证券经营者，而不是从上至下独裁决定。从公司角度来看这样做更安全些，虽然从长期来看，不一定比让一个能干的人制定一般政策的做法更好些。

家族办事机构还是投资顾问公司？

如果菲浦思和其他富豪家族愿意和别人分享自己的精明，那么急于发财的人在资金允许的情况下是否应该利用这个机会呢？或应该寻找一位传统的投资顾问呢？我认为不存在一般答案，需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要具体分析。个人服务的情况是容易评估的，比如一个旅馆，如果他们服务的很周到，那就是好的。但是评估投资就很困难了。几乎所有的公司都可以有一个很好的记录，如果可以选择起始时间，限定种类的话。例如，我们可以将一个呆账变为好账。当不成功者和成功者联营时，他们的历史和经营纪录合并时就如银行的合并一样，最早的日期成了新实体的成立日期。因此你不得不看得更仔细一些。为了很好地评估投资结果，你必须分析成绩是如何取得的，然后才有足够的知识去做结论，不容易呀！

一般观点认为，正如我一开始说的，一个家庭持有资本必须花很多精力来处理出现的问题，就像君主看护他的政府一样。许多有名望的家族机构没有做好工作，致使家族衰落下去，这几乎是迟早都会发生的事情。一个著名的商标不一定保证商品质量，只能保证价格。如果你的家庭没有关注问题，而是在温和的空气里逍遥自在下去，你将比以前更拮据。

投资像狩猎一样是个人的事情，不是一个集体的事务，如合唱。你需要对个人投资的决策者有一个了解，了解他的技巧，以便作出判断。许多经验丰富的投资者是因为太忙、太贪心而变得业绩平平。他们加入指导委员会，不断地出外旅行，演讲，写大量的信（甚至上帝所禁止的书），与顾客长时间交谈，最终使著名的投资者身陷泥潭。因此客户需要注意关键的投资人，但不要干预他的日常工作。

最后，一个有经验的人通常能分辨出自己面对的是一个踏实、肯干、精明的人还是只会奉承的人。总有一天，几乎所有的公司都会达到后一阶段的。用C·诺思科特·帕金森教授的金口玉言来形容就是，增长意味着复杂，而复杂意味着腐败。事物变得很大时，不一定能保持盛名，用华尔街的语言来说，机构总是趋向于平庸，无所作为，官僚主义。那么此时就是考虑变动的时候。如果你在做出判断和承受困难方面是称职的，你就可以很好地发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个尚有活力的小组。然而大多数人在寻找投资建议时是不成功的，就如寻找不到既好又便宜却不为人知的饭馆一样。

在我们局外人看来，正在向投资咨询公司过渡的家族投资机构，使普通人有机会成为富贵家族的合作伙伴，因此人们认为这种转变应该可以保证实现管理方式上的变革。但是，千万不能过份乐观！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 乔治·米查利
——重归平等的倡导者

乔治·米查利的母亲出生在俄国，1920 年离开故乡到了德国由姑妈抚养，希特勒上台后她又移居布鲁塞尔。在那儿她遇上了米查利的父亲，一位彩照业的专利代理人。由于是犹太人，他们被迫于 1940 年底离开布鲁塞尔来到马赛。乔治的父亲被维希政府拘留在比利牛斯山达 6 个月之久。出来后，全家辗转来到马提尼克岛，最后到达加利福尼亚。在那儿，乔治的母亲从事与电影业有关的工作。米查利先生在到达美国两周后死去，留下了他的妻子和年仅 4 岁的儿子乔治。

米查利长大后，他最初想成为一名画家。在学校里，他发现了自己的数学天赋。于是他丢掉以画画谋生的念头，在加州大学洛杉矶分校学习 3 年（1954～1957 年），专攻工程学。1958 年在伯克利读了一学期后，又到哈佛商学院攻读并于 1960 年毕业。他觉得他受的教育仍不全面，由于只专注于数学和工程学，而在许多科目如历史和哲学方面尚有欠缺。他喜欢买这方面的书，但没有时间读，不得不将它们堆放起来。结果当几年前他买了新房子之后，书的存放便成了一个大问题（我建议：从图书馆借阅书。纸条上的还书日期将鼓励你在两三周之内把它读完）。

米查利身体很壮，中等的身材，深色的皮肤，深黑色而又整齐的胡子，还有一头稀疏的黑发，低低的额头上印着几道深深的皱纹，操一口悦耳的男中音。1982 年他游览太阳谷时，遇上了迷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的金发碧眼的第二个妻子咪咪。他前妻为他生的儿子正就读于伯克利。

离开商学院后，他分别在诺顿·西蒙公司和威特克公司从事过管理和金融工作。1969 年到 1971 年供职于赫恩伯格合伙公司，这是孟菲斯家族的棉花经纪公司，喜好进行风险投资。一位名叫格林厄姆·亨德森的朋友，在“原始资本”做事，原始资本是一家在纽约证券交易所上市的资本额固定的基金。亨德森寻求乔治的帮助。原始资本由红极一时的“持枪狂人”之一费雷德·卡尔于 1968 年创建。在时尚的鼓动下，卡尔为获得好业绩，大肆投机于股票，私下传销股票和非流通注册股票，他几乎投下了全部资金。当市场在 1969～1970 年下跌时，该基金价格暴跌。乔治·米查利的投资观念与卡尔没什么不同，于是 1971 年被推荐给基金，到 1977 年他就坐上了基金的母公司第一太平洋顾问公司的第一把交椅。

他获得了巨大的成功。1988 年夏天的统计表明，15 年来原始资本的总回报三倍于标准普尔 500 种股票平均指数，利润率为 1200%，而同期市场的一般利润率是 400%，这个成绩在全部的共同基金中排在第 17 位，属于成绩最好的 5%。1977 年起，米查利成为董事长，1987 年公司总利润率为 19%。在资本额固定的基金里，原始资本的业绩通常是名列第一。

在很长时间里，原始资本的市场价格一直远远低于它的资产价值（沃伦·巴菲特在它的市价只有净资产价值的一半时也买进了不少）。因此，管理层在 1976 年决定按净资产价值的 10%分配红利。这个办法很有效：它的市价大大提高了。当然，如果基金的利润率小于 10%，这种红利分配办法势必要减少它的资本，但实际上，这种情况只在 1987 年发生过一次。在 12 年里红利水平增加了 14 次，总共增长了 150%。

米查利承认他的首要动机并非是使投资回报最高，因为他对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险的承受力有限。他保持高度的流动性，10%的现金持有量是他的最低持有水平。在1987年大崩溃之前，他的现金持有量是20%，1988年中期为18%。“你投资时，必须要想到百年一遇的风险，”他说，“这似乎是不大可能发生的，但一旦发生时，还要生存下去。”他还说，1974年的情况还不能算是最糟的。

米查利尽力避免大的损失，在股市上涨时也不急于追涨。结果是，从1973年到1988年，他的基金只有1/4的时间比标准普尔500种股票指数下降的要多。在可怕的1987年第四季度，他的基金仅下跌了13.5%，标准普尔指数下跌了22.5%。

“一个人必须理解理性和情感在交替影响市场时的相互作用。正如资本卫报信托公司总裁罗伯特·科贝尔所观察到的，‘股票比它们所代表的产业更易变动。’因此，一位成功的投资者必须能控制他的情绪。在股市中，成功的方法有许多种，但是你必须知道你擅长哪一种方法。我不喜欢风险，我最喜欢的状态就是没有受到损害。”用我的话说就是，如果你的承受力是虚弱的，就不要陷在网中。

他认为自己并不是一个很灵活的人，“我知道这一点，”他说，“但我喜欢以自己的方式做事，以便不至于被不可捉摸的挫折吓跑。”米查利不喜欢买处在变动之中的成长型公司的股票。如果他能够幸运地在H—R板块拥有1%的全国税收业务时购买它的股票，在它拥有2%的税收业务时一定会抛掉它。因此，他很少有10倍的回报率。

本杰明·格雷厄姆的投资信条是购买折价的资产，米查利的信念则不同：盈利能力同资产一样重要，因此要尽力购买折价的盈利能力。在必要的时候，米查利愿意高价购买特别好的盈利能力。

米查利说，以机械的方式很容易理解他的行为。他购买的公司一般有以下几个特性：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 它们属于高收益企业。一般有高的净资产利润率和总资产利润率。高净资产利润率应该是可靠的。

2. 它们的盈利能力不受商业周期的影响。

3. 由于同样的原因而获利。通常有足够的能力保持25—30%的回报率。如果他发现了收益，他将试图找出收益来自于何处，而当找到出处后，他将衡量收益的可持续性如何，这样他才会对整个投资有充足的自信心。

米查利还反对高债务率。他的公司的资产负债率一般在15%左右，而标准普尔所列的公司平均为25%。高盈利的公司的资产负债率一般不高（债务会分掉一部分利润），这类公司的安全性也更高。当盈利机会出现时，现金充裕的公司可以迅速抓住机会。

通过主张高盈利率和低债务率，米查利始终置身于风险之外，当然，也无法买到那些前途可能（也可能不）变得更好的公司。他持有不同的经营良好的公司，这些公司一般有着很长经营稳定的历史。

“比如凯勒格，是一家非常成功的公司，”他说，“我对它进行过研究，终于领悟到这完全是规模经济作用的结果。通过占有40%的市场和两倍半于竞争对手的规模，他们可以更有效地宣传自己，以及有效地生产，他们的消费模式也不像那种市场占有率较小的公司一样轻易改变。因此，哪怕凯勒格连续四年或五年工作不佳——这从未发生过——它也仅仅是丢失些市场份额，基本的利润不会受到侵害。”

“现金增值是衡量高盈利率的重要指标。例如我们从1970年拥有的梅维里。你能想像3.5亿美元的资产在10年内创造了20亿美元的现金吗？而梅维里做到了。凯勒格与它很类似，惟一的不同的是他们利用现金的方法。梅维里在竞争对手众多的情况下依然取得了成功，这正是它的独到之处。”

“他们对设在购物中心的商店的管理是很出色的，并扩展了经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营范围，从最初的鞋袜零售到服装、药材、玩具和家具。但最大的问题是，将来会和过去一样吗？”

“梅维里的净值收益率在过去的10年里平均为24%，在过去的5年里则为23%，在过去的14年里收入每年都有所增长，在过去的24年里有23年增长。销售额、收入、红利和账面价值在过去的10年里，都以接近15%的年率增长。”

“10年前，梅维里有3.54亿美元的资本金，7400万的长期负债，以及1.29亿美元的现金及其等价物。在过去的10年里，梅维里共筹集10多亿美元的资金，支付约6亿元的红利，减少债务2000万元，增加现金2亿美元以上，这么巨大的现金增值是梅维里高回报的结果。”

“我们可以预期今后梅维里的收入、红利还会增长。在过去的4年中，这项投资已经带给了我们每年21%的复合收益率，而这种收益率并不是因为市场重新认识到以前被低估的价值的结果，当然有点重估的成份在里面——从10.5倍到12.0倍的收益——但即使没有重估，这项投资仍会有18%的回报率。换句话说，21%的收益来源于良好的经营而不是因为我们预见到了股价的变动。”

“另外一个我很喜欢的公司是本得格，它能让你真正理解我们这个工作。这是一家在强化橡胶补胎行业处于主导地位的公司。罗伊·卡佛发展了这个行业，并取得几项专利。现在由他的儿子马提·卡佛接管。它的精华是交易结构，秘密在于本得格使几乎遍布全美的卡车服务销路网络没有空闲。他们尽可能地使经营者获利，而不仅仅使他们疲倦，给予他们各种各样的服务和建议，通过搜寻他们的商人网络来保持统一。例如，如果他们发现一个经营者有一套优越的计算机系统，就将它介绍给其他人。通过这种方式，他们研磨生意，使它创造出高盈利和大量现金，然后用现金赎回公司的股票。在过去的10年里，他们已收回了40%的股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"玛什—麦克兰那是我喜欢的另一公司，它和私人所有的约翰逊·希金公司一道组成了世界上最大的保险服务公司。它为《幸福》杂志所列500家最大公司提供服务，并买下了伦敦鲍灵公司这家世界级的大公司。**结果，一些最大的公司纷纷而至：能够接受这些大公司的保险业务的公司只有那么几家，它不选择这一家，也一样得选另一家**。就同一行业而言，玛什—麦克兰那的业绩一向都优于美国国际集团（AIG）。当AIG运转良好时，玛什—麦克兰那的收益率更高而且内在风险小。加州的103号文件规定了汽车保险费的最高金额，这可不太妙，那里的企业一定是做了许多游说的工作。然而，玛—麦公司应该不会受到影响。

"在保险界，格罗福特公司是最有趣的。它是国内最大的保险业务理算者之一：索赔理算业务约占他们总业务的一半。他们在各地都有办公室——在美国、加拿大一共有700多个办事处。当公司在某地没有办公室做理算业务时，他们是一个很好的选择对象。一家大公司侵入格罗福特的势力范围是不可取的，因为竞争的结果它只能获得第二位或第三位的业务量。当他们的理算业务市场份额从1/4增加到1/3强时，将得到巨大的规模经济效益。当然，比起最近收入良好的服务业大公司来说，他们的成绩还不是特别显著，但是稳定。"

"财产和事故保险目前正处于不景气状态，而市场却不懂得区别对待：完全不讲什么逻辑，似乎保险公司不受欢迎，玛—麦公司和格罗福特也应该失宠一样。玛什—麦克兰那在以后几年里每股应该有4～5美元的收益，然后再增加到7～9美元。也许在某一天，股票会跳跃式上涨。这种事一旦发生，也只是转眼间的事，你不可能及时进入市场而受益。换句话说，最好的办法是现在就持有它，然后耐心地等待升值。"

"布里斯托尔—迈耶是我们的另一个有趣的公司。它有着连续35年的增长业绩，25%的净值收益率和大量的剩余现金，实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有债务。但它还是处于困境之中，因为公司正受到来自雀巢公司的强大竞争。这个行业在很大程度上受到政府的资助，它们都希望获得政府支持，这更增加了竞争的激烈程度。但那实质上是个短期问题：当利润率降低时，增长将以同一速率恢复。艾伯特和布里斯托尔一迈耶由于同样的原因在市场里的地位还较弱：不成熟规则的竞争对艾伯特的影响更大。”应该拥有两者吗？米查利这样做了。“它们有些不同，布里斯托尔是我喜欢的典型公司，艾伯特呢，增长很快但红利有限。”

如果价格合适，米查利对 IBM 也抱有热情。即使在不好的年景里，IBM 也拥有 20～25%股本收益率，现金超过债务。由于比对手大得多，他可以比竞争者将更多资金投资于研究开发上。“IBM 在 80 年代早期有很高的增长率——15～18%，但发展有限。大买主没有上当，部分原因是美元、油价降低的失控。计算机功能的迅猛发展意味着许多大型主机变得多余了。IBM 奉行不解雇员工的政策，这意味着几年内利润的缩减，但是现在有了有效的中等规模的生产线：人工和机械化的都有，事情正恢复平衡。AS400——IBM 的中等计算机——是一个很好的应急预备物。5%的收入增长率应该能维持几年。目前它的市盈率在 10 左右，正是买进的好时机。他们正疯狂地回购股票，5 年来，第一次提高了红利的分配额。”

罗尔公司的投资却是一次失手，米查利虽然在这个公司身上发现了他所欣赏的一些特征，却忽略了它的几处致命的弱点。对罗尔的投资却不成功。罗尔公司有很过硬的专长，飞机机舱和着陆装置，除了几家飞机厂商内部制造使用外，罗尔实际上没有竞争者。它占有了 90%的市场，卖零部件给一些大的制造商如麦道、空中客车或波音公司。罗尔拒绝从占优势的行业中退出。当米查利投资时，公司没有负债，并且储备了一大笔资金。他忽视的是罗尔许多项目已处于后期阶段，需要大量资金。当公司被迫投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于风险性很大的长期项目时，情况开始变化。它的谈判地位不再那么的坚固，例如，波音可以自己生产某些产品。公司的亏损达1.5亿美元，那笔现金储备耗光了。米查利在1987年9月又将它卖出，所获利润微薄。

价格意识

米查利关注着大约300家公司，但仅当股票特别便宜时，他才考虑购买。米查利通常有一个目标价格，当股价跌至目标价格以下时，他开始购买，价格越低，他买的越多。因此，他说，他从不奢求自己全部或大部分股票都是以最低价买进的。这种方法存在风险——他可能买得太早了，他也希望在股票最低价时还有剩余购买力。

当股价稍稍高出其价值时，米查利就打算抛出了，有时他也怀疑自己太心急了。他说自己是个“不贪婪”的人，从不追求2倍或3倍的收益。因此，正如前面提到的他在1986年底以25.5的价格卖出H&R大宗股票。他已经持有很长时间了，但他似乎觉得这个价格已经很贵了。“H&R股票很不错，没有存货，没有票据，没有固定资产。但是它不会再增长了。因此公司除支付高红利外如何处理现金就成了个难题。这种股票千万不能再投资了，换句话说，不要持有价格过高的股票。”

米查利喜欢持有股票。“没有什么可以替代拥有股票的感觉。”他说。

他很少依靠理论进行投资。他说他在推理上从未成功过，例如“美国正在老龄化，因此投资在……”“拐杖产业。”我建议说。米查利笑了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务公司债券

至于债券，米查利要么一点不接受信用风险，要么想获得显著的回报。因此，只要有AAA级的企业债券，他从来不买AA级的：只有30个基点（0.3%）的利润率，不值得买。当债券市场变得火爆时，他将购买公债。另一方面，在价格合适时，米查利也准备“玩一把”风险债券。作为股票持有者，他希望股票升到顶点的愿望很强，但在债券市场上，却希望公司破产。例如，他在德萨卡公司破产后凭着债券得到了一大笔钱，类似的，几年前，当克莱斯勒财务公司陷入困境时，他购买了该公司的债券。

他声称对财务公司有很好的理解。破产时优先债券相当安全，除非有诈骗发生。他所了解的每一家最近破产或将要破产的公司中，下属财务公司比母公司的风险小，有更多的投资机会。例如，他有过一次壮举是关于国际哈佛斯特（现在是那维斯达）财务公司的债券，他还在持有该公司的债券，并希望持有至到期日。

“如果一个人购买了由于面临破产而使价格低于面值的财务公司的优先债券，他几乎不可能赔本，”米查利说，“假设里面有大量的净资产。”如果这家财务公司真的破产了，停止支付利息，积攒了一部分现金，债权人要求迅速清账将是可以实现的。如果它没有破产，你将得到由于降价而来的好处。他举了蒙哥马利·沃德和国际哈佛斯特的例子，它们都有很高的回报，虽然破产并没有发生。

当LTV破产时，一家子公司发行了两种债券，由LTV集团中设备最好的印第安纳钢铁厂担保。在LTV适用第十一款（译者注：指美国国会1978年通过的《破产改革法案》第十一款，该条款使破产公司冻结资产的同时有可能制定救治计划）的当天，米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查利看中了其价格低于面值这一点，购买了所有的债券。与此相似，当威克斯公司破产时，他已经早有准备了，因为他一直看好它的子公司——风险信用。

一批投资者现在对这种策略很感兴趣。这些人包括R·D·史密斯互助基金的蓝迪·史密斯，他的资产从1982年的1.5亿美元增长到6年后的20多亿美元；马丁·J·魏德曼，曾执教于耶鲁大学，他的雇员出没于法庭寻找机会。米查利挺喜欢这种竞技场地，因为它和股票市场不相关。例如，在1987年，尽管市场下跌30%，他的德萨卡债券仍然增值40%，米查利主张做简单的生意，一般集中在优先证券上，他不想把大量时间花在票面价值错综复杂的变化上。

特殊债券

靠借债调整资本的公司，如多媒体和哈特—汉克斯，有时发行次级债券。5年之内无息，然后转为16%的有息债券。这个生意很稳定。哈特—汉克斯的零息债券正在升值，因为公司正在买进这些债券。米查利卖掉它们转向了多媒体，并进行了大量的投资。现在问题是，当这笔钱收回以后他再投向何处呢？

在寻找防御性股票时，米查利发现欧洲市场上发行的可转换债券要比美国发行的有吸引力。美国和外国的许多发行者都可以发行欧洲可转换债券，偿还时间基本上都是15年，而在它们国内相应的为25年。而且，许多欧洲可转换债券为购买者提供兑现的机会，一般是发行后5年，价格比发行价高。有些欧洲可转换债券不是作为附属债券发行的，而在美国一般是作为附属债券发行。这样的优先债券的风险事实上很小，很有吸引力。

举例来说，福特汽车公司曾在欧洲市场上成功地发行可转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券，到期日从1983年到1988年不等。米查利在70年代晚期和80年代早期曾购买过，以低风险获利于福特公司的复兴。做为一种相对短期的优先债务，这些债券是一种比普通股票更为安全的投资福特的方式，所有这些债券都是可转换的。

虽然他首先关注的是美国公司，但有时也会注意到有吸引力的外国债券。朗赫是一个世界级大公司，领域包括自然资源、出版社和有名的宾馆，总部在英国，被一个业已存在了25年的机构管理着。朗赫获得了巨大的成功。1987年初，米切尔互助价格基金购买了大量的朗赫普通股，这时米查利认识到朗赫可转换债券有很大的吸引力：其价格稍稍低于115美元兑换价格，并许诺1991年4月以118美元的价格买回。这种债券提供了全额分红的机会，即使这样的好事从未发生过，回购已使他获得了小部分利润。类似的机会不时地出现在英国著名的公司中，如皮尔森和菲森斯，美国则有Brands、通用、哥伦比亚广播公司、伊斯曼·柯达、圣保罗公司和德萨卡等。

金融衍生工具

米查利不相信期货、期权、套期保值、“保险”以及其他被过分鼓吹而泛滥于市场的金融工具。

他说他看到很多人在投资领域败北，因为他们太聪明，正如他们太愚蠢一样。理性的投资者被吸引到需要高智力的优雅概念中，如复杂衍生工具，将他们从基本的现实（既简单而又明显的）中分离出来。他举了一个例子，“例如CMOS——附属抵押债券。你可以把抵押品分成几种：短期、中期和长期。一个想尽快收回投资的人，可以选择5年期的债券，长期投资者可以选择20年期，这是非常好、非常聪明的做法。然而在一个萧条的市场上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你只能得到混乱的可怕的价格信息：你怎样看待这些收入与其现值之间的差别，以及这种预付的权力呢？这些对于大多数人们来说还知之甚少。现在，所罗门和美林建立了关于这些工具的名义市场，但如果真实市场不景气，他们将很难操作好，等待他们的是混乱。我们不妨来考察一个简单的市场：我们把一架大型喷气式客机作为标的，竞标的结果可以让我们得到2—3%的价差，而这却是一个所谓的完备有序市场！”

“1985年开始的债券市场牛市，利率从14%降到7%，抵押银行停止了套期保值业务，而那些抵押贷款到期者大受其害。到了1987年3月，市场转为熊市，那些没有进行套期保值的银行迅速进入期货市场以回避风险。这导致了惊人的浪费。我们做好准备购买他们的债券，通过停止在期货市场上的业务，我们获得了15%的收益率，因此，银行依赖于事后证明是很虚弱的工具，实际承担的风险要高于正常情况下的风险。”

资产雄厚的公司

米查利指出，由于借贷购买的结果，资产很廉价的公司已为数不多。几乎没有一项符合本杰明·格雷厄姆准则。

如果有的话，也是技术型公司，是属于淘汰过时的，许多公司的现金储备构成了他们市价的主要成份。

“好，”我答道，“问题在于高技术公司也准备用那些现金来发展自己，因此资产的竞争迟早会结束，而过渡到高科技的争夺上来。”

米查利乐了，他讲了戴西公司的故事。“我首次注意到戴西是在1987年股市大崩溃之前，它卖价是7.5美元，没有债务，它的价格中有4美元是靠现金支撑的。大崩溃后，跌到5美元。我和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

妻子以 5.5 美元的价格购买了一部分，后来升值翻番，我以 10.5 美元卖出，之后又滑到 8 美元，于是它突然成了竞争的目标。最后它不得不舍弃流动性以减少自己的吸引力，接着陷入重重债务之中，现在它的市价为 4.25 美元。"

诚　实

米查利略带讥讽地评论道，市场对诚实管理的评价很有趣，有表决权的股票和没有表决权的股票在发行的折价和溢价上的差别就表明了这一点。"例如，对国际胜地公司有表决权的股票的溢价发行，就暗示着市场认为唐纳得·特朗普会滥用他的地位……正如他做的一样。相反，布朗·弗尔曼的表决权股票以折价售出，因此公众相信它的管理者是诚实公平的。"

米查利又说，他喜欢一个公司有老式的清教徒式的工作精神，管理人员长期不变，并且自己拥有很多公司的股份。如果管理者只想为自己谋利而不愿从股东的利益出发，他们就会把自己的工资订得出奇的高。

投资管理

米查利注意到沃伦·巴菲特常常在电话中问别人，"你正在买什么？"有一次和米查利散步时，他说，"告诉我你三个最好的投资建议。"但是巴菲特对自己的交易情况从不对外说。当他开始购买 20 世纪工业股票时，被其他投资者模仿了，股价随着消息的传出开始上涨，从 16 美元升至 20 美元，而当时正处于熊市之中。三四年前，巴菲特的交易与现在没什么不同，但却很少有人感兴趣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他购买通用食品的股票。

米查利不认为在将来经营企业退休基金会和过去一样令人满意。第一个问题是，大多数计划都是筹资过多，因此将来的收入增长乏力。第二个问题是合并与兼并，这已被米查利与 PSA（一个客户）的经验所证实。在瑞克·格林的指导下，PSA 遵循价值主导型的投资方法，有四五个经理，在养老金计划中筹资过多。美国航空购买了它，并认为经理太多，米查利失去了这个客户。

业绩监督

什么是业绩监督？

“一个必要的邪恶。它进一步限制了机构投资者的眼界，从而产生不利影响。该行业在 70 年代末有一个恢复性增长，在 1974 年危机和 ERISA* 通过之后，一大批机构投资者认为他们需要自我保护，因为他们觉察到大银行信托部门有很大不足。信托部门劝说客户将养老金全部投到“一次性”股票上。这样的做法在当时很流行。这些机构的财务主管认识到他们自己选择的股票的吸引力比顾问建议的大多了。因此，危机过后他不再信任那些顾问。业绩监督者提供的似乎是现成的方案，一般用处不大。他们告诉你在将来与过去一样时该如何行事——但常常是不一样的。

“最近的想法，是由巴尔·罗森贝格的老企业拜拉公司提出的建立“正常的投资组合”。大约有 10 来种：大帽子，小帽子，β 系数，高技术，成长型等等。然后他们以这种组合标准而不是 S&P 指数来评价经理的能力，这是顾问的梦想，因为他们可以不断改变“正常投资组合”，令客户由他们左右。”

* 1974 年的《雇员退休收入保障法》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“顾问已接管权力，”我建议：“你最好搞一个自动架驶仪。”

“完全正确。”米查利说。

建　议

如已提到的，米查利喜欢凯勒格、梅维里、本得格、玛什—麦克兰那、格罗福特、布里斯托尔—梅耶以及IBM。今天他不会投资于那些在衰退中出现很多问题的公司。他和布里斯托尔—梅耶及梅维里的合作很愉快。尽管设备使用率达到了8年来的最高点，失业率降到了14年来的最低点，经济环境仍然不容乐观，系统没有什么漏洞。在1988年夏季，他认为股票比1987年夏季的要便宜得多，但利率很高，产生了误导（后来短期利率急升），因此许多股票出售时有12～13的，他在当时认为这是可以接受的，但距离几年前的8或9的市盈率还有很长的路。

米查利观察到，在70年代，一个人可以以合理的价格购买多个著名公司的股票，当一种股票价格特别高的时候，市场机会仍然很多，可以卖掉它去买价格低的股票。例如，当H—R板块升值很高时，市场变得足够宽广，允许他卖掉板块而买进得鲁克·捷克·甫伦特。今天这样做已很困难了。他从不预言一个真正优良的股票将会引起过多的竞争，从而实现像以前那种灵活性。米查利认为出售太频繁，在今天是一种犯罪。

当市价两倍于票面价值，而收益仅为3%多一点时，市场对它的评价就太高了，甚至有些不切实际了，这是他的观察。确实，在过去5年中，评估增值已经成为股票收益的最主要的来源，即使在买价很便宜时也是这样。因此，找到非常非常好的股票是现在的致富之道，正如罗伯特·科拜所说：你可以5年内不管它，它自会稳步升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　约翰·耐夫
——原则，耐心……和收入

金融家会选择什么样的人管理他们的金融资产呢？

较好的回答是选择那些为大多数金融专家所认可的人：来自宾夕法尼亚州贝温市的约翰·耐夫就是其中之一。耐夫为人谦逊，头发灰白，其貌不扬，故投资圈外很少有人认识他。他无论看上去还是做起事来都不像华尔街的大腕，而像是一个中西部的经理。他住在一幢离城不远的漂亮舒适的房子里，厮守着妻子30多年了。耐夫穿着一般，谈不上时髦，甚至可以说有些不修边幅。他的办公室可谓朴素无华，四周只糊了些墙纸算是装饰，和大学系主任的办公室差不多。他也很少上报，至少在闲话栏里找不到他的名字。主流学会里也找不到他的身影。但耐夫却是全美国最杰出的理财投资高手之一。据我所知，事实上在几份调查中，他曾被许多金融家选中做他们的理财人。

耐夫经营温莎基金有24年了。1988年，温莎基金获得14.3%的年复合收益率，而同期标准普尔市场平均收益率只有9.4%。最近20年他还主持经营吉米尼基金，这家基金同时也是一家资本额固定的双重目的的投资公司，在耐夫的经营下，它的增值率达到了同期市场平均水平的两倍。此外，耐夫还连续经营了红利基金达10几年，该公司的绩效也大约为市场平均水平的两倍。耐夫经营的基金几乎年年都能名列所有基金中最优的5%的行列。所以，这一切并不是偶然的。尤其令人惊异的是，他现在经营巨额资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时仍能保持同样的业绩。温莎基金本身已连续多年跻身数十亿美元的巨额基金之列，1988年年末，温莎基金以59亿美元的资本额成为全美最大的资本与收益基金之一。

耐夫是一位价值投资者。他只是在某种股票跌至很低的价位而且其走势也很差时才吃进。而当他按自己的标准认为某股票价位过高时，他总是无一例外地抛出，同样当一家股票在股市上升势头强劲时也是如此。他总是买进那些滞销的，或用他自己的话说是“被误解的愁苦的”的证券。而当市场重新认识了它们，将它们抬到应有的价位甚至超出时，耐夫则稳稳地抛出了。在这方面，耐夫可以说是一个典型的反潮流者。

耐夫与业内其他人士的不同之处在于，他始终坚持收益至上的原则。他指出，市场对增值预期看好的证券总是很慷慨，而且常常过了头。耐夫认为这些看涨的证券有两大弱点：一是它们有较高的夭折的风险，也就是说，通常这种增长是在被认识到之后，难以持续长久；二是它们的收益不见得好，而那些眼下增值缓慢但有较高分红率的股票往往可获取更好的总和收益。

耐夫这样说明他的观点：假如你年初1月1日买了一份股票，其价格一年内将增长15%，但这需要再投入更多的现金以支撑升涨，所以你所得无几。到了年底12月31日，你有望得到15%的资本增额。如果我们假设相反，你购持一份增势平缓得多的股票，比如说年增长率为10%，但是它不必花大量资金支撑涨势，这样倒可以收取一笔可观的分红，比如说5%。这样到了年底你也同样得到15%的资本增额，一部分是股值上升了10%，另一部分是已装进口袋的5%的分红。

这两种战略何者更优呢？耐夫确信是后者，因为它确定性比较高。

当然，股票红利的课税率大多比资本所得高得多。因此税后成长率的吸引力更大。不过现在两种税率是相近的，而且耐夫的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券中相当一部分是免税的项目如养老基金等。

一般情况下，投资经理们除了考虑到税收之外还比较重视成长率，部分原因可能在于人们只用资本升值来衡量他们的投资业绩。其实，只是在机构投资者主导证券市场时，总回报或总收益才成为衡量投资成功与否的标准。而且投资人在评估其证券时，注重的只是巨额资本收益的前景，较少注意其整个投资的总收益情况。

耐夫这位“增长与收益”学派的未来的代表人物，在大萧条的 1931 年出生于俄亥俄州北部托莱多市郊外的华西奥。1934 年他父母离婚，他母亲接着再婚嫁给一位石油商。耐夫随母亲和继父的新家庭转遍了密执安州，最后到了得克萨斯州。耐夫在科珀斯克里斯蒂市念中学，并一直在校外打工，对功课不感兴趣，成绩平平，与同学相处也不太好。中学毕业后，他干过多种工厂里的活计，还进过制造自动唱机的公司。那时他生父经营着一家汽车和工业设备公司，生意兴隆，他说服儿子到他公司工作。耐夫觉得这一经历很有意义，他说是他生父教他重视购进品价格的极端重要性。他生父喜欢说：“买好买对了的货物才容易脱手。”

耐夫后来在海军服了两年兵役，在部队里他成了一名航空电气技师。复员后，他决定去大学深造，进入了特莱多大学，主修工业营销专业。在大学里，他的求知兴趣完全激发出来了，毕业时成绩全优。先前他认为金融是常春藤联盟这些老牌名校的高材生才配进入的行业，在学了金融学和投资学两门课程后，他一改过去的成见，信心大增，决心以金融作为自己的终身职业。在特莱多大学时，耐夫和一位名叫莉莉·图兰的特莱多当地姑娘结婚并一直相守至今。那时特莱多大学金融系的系主任是西尼·罗宾斯，罗宾斯是一位非常出色的投资研究学者，那时正忙于重新修订格雷厄姆和多德合著的著名的《证券分析》一书。这样耐夫一开始就接触到了价值投资理论，这一理论相对于增长理论或定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析其方法更明确，因此也更易于教学。后来耐夫在西部一家储备银行的夜大学里取得货币银行学硕士学位。

1954年圣诞假期，耐夫免费搭乘别人的车到了纽约，看看能否找到一份证券经纪人的工作。巴奇公司认为耐夫的嗓音不具权威性，因此只愿意让他作一名证券分析员。由于莉莉一点也不喜欢纽约，耐夫就去了克利夫兰的国民城市银行当了八年半的证券分析员。

接着耐夫成了这家银行信托投资部的主管。作为格雷厄姆和多德的信徒，耐夫坚信最好的投资对象是那些不为人了解的证券，这样他就和那些就是赚不到钱也宁愿迎合银行顾客的心理去炒作热门证券的信托投资委员会成员们闹起了意见分歧。亚特·博那斯是耐夫的良师益友，博那斯是一位彻底虔诚的基督教原教旨主义信徒，他坚信投资成功的关键是比他人研究得更深入，并不断检测你的数据，当你一旦作决定时，要坚守你的决定，耐心最重要。博那斯的这种投资风格也成了耐夫自己的风格，使他受益无穷。

1963年耐夫离开克利夫兰来到费城，进入惠灵顿财务管理公司（公司的名字所以用惠灵顿，是因为公司的建立者觉得这位钢铁公爵的名字听起来显得稳健有力）。一年后的1964年，耐夫便担任了6年前成立的惠灵顿公司温莎基金的投资组合经理。

在温莎基金，耐夫手下有4名员工，顶头上司则是至今已共事了20多年的朱克·弗里曼。耐夫还进入了位于波士顿的母公司的18人的分析参谋机构。耐夫从不谈他的津贴收入，但他承认七位数的薪水可以让他生活得十分富裕。他受雇收入中的一部分是激励奖金。当温莎基金运作良好时，耐夫和手下能得到较多的收入。他的私人生活同样遵守他炒作证券的原则。耐夫的房子除了一个每逢周六在那里打一次运动量较大的网球的庭院外，没有什么不必要的装饰。他喜欢描述他买的装备或衣服是如何如何的便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宜，他的鞋是在卢的鞋店里买的，他的短上衣是在赛姆的折价商店里买的。当他的女儿买了一辆轿车时，他仔细地研究了这一买卖后，又把车退回去要求降价 500 美元。在办公室里，耐夫坐在摇椅上，常常用一句简单的“好——就这么办！”来结束电话交谈。耐夫说他喜欢阅读历史书，尤其是有关欧洲历史的，也喜欢旅游。

耐夫有着一张宽大、诚恳、幽默的脸孔，肥大的下巴，富于表情的向上撇的嘴巴，前额高耸，一头银发，小鼻子上架着一副金属架眼镜。说话时带有粗哑的中西部的口音。耐夫喜欢在白衬衣的口袋里插一枝钢笔，常穿以多色菱形图案针织的袜子。

这种节俭的生活方式有时还真带来了投资的机遇呢！有一次，他正在分析一家叫作伯灵顿制衣货栈公司的状况，趁实地调查的机会，他派妻子和女儿去这家公司一家连锁折扣商店去抽样检查。结果回来时她们带回了货栈公司的三件大衣，耐夫还接受了她们购买货栈公司的热情推荐，认购了该公司的 50 万股。

以差不多相同的方式，当福特汽车公司推出金牛型汽车时，耐夫对汽车和福特公司变得十分热心。耐夫在分析福特的投资利息时强调指出，福特几乎没有债务而且还有 90 亿美元的现金。他认为福特和通用汽车公司管理阶层的差别就象白天与晚上。通用汽车公司傲慢得很，而福特公司让人感到轻松得如同在自己家里一样。福特的经理们知道如何降低成本、如何避免浮华的幻想。在福特，公司总经理和生产线上的工人一起吃饭。所以他知道工人们想些什么。一个福特生产线上的工人每年能得到数千美元的红利而通用汽车公司的工人则几乎没有。由于汽车制造厂商众所周知的决策失误，汽车工业股价大跌，1984 年初福特股跌至每股 12 美元，市盈率只有 2.5！此时耐夫大量吃进，在一年之中，耐夫以平均每股 14 美元购进 1230 万股福特股。3 年以后，福特股价升到每股 50 美元，这一下就给温莎基金带来了近 5 亿美元的利润。

耐夫说，证券分析员讨论汽车工业时总是以估计下一年的轿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

车销售量开始。每隔几个月，他们又根据当时的想法改变他们的预测。但他们从不谈卡车的情况。而实际上无论是福特还是克莱斯勒从卡车赚取的利润都多于轿车。耐夫认为 2/3 的福特卡车都售给了个人而非企业。年轻人，尤其是西南部的年轻人，不买家庭旅行车而宁愿买小吨位货车或微型货车，这成了日益流行的时尚。美国汽车制造厂商占有国内卡车市场的 85%，而日本厂商由于其国内卡车市场有限，没有发展出口卡车生产线，对美国卡车市场的竞争压力远不及轿车。此外美国还征收 25%的卡车进口税。

1980 年，宾夕法尼亚大学请耐夫经营其捐赠基金。该基金的经营业绩在此前的 10 年中名列 94 家大学捐赠基金的末尾。耐夫以他一惯的战略来重组宾大捐赠基金，倾向那些前景不明、业绩平平、不为人注目而便宜的证券。基金的一些信托人反对这一做法，要求耐夫买那些热门证券，而这一偏好恰好是他们以前经营失利的原因。耐夫顶住了压力，以后的 10 年，宾大捐赠基金名列同类业绩最优的 5%的基金行列。

我们前面已谈到了哈佛管理部门经营哈佛大学校产的复杂的方法。耐夫说:“我经营宾夕法尼亚大学捐赠基金的办法与我以往的办法毫无区别，就是力求简单。”耐夫提到当瓦尔特·凯波特接手主管哈佛捐赠基金时，他曾对凯波特开玩笑说:“你怎么不把哈佛基金并入温莎基金呢?”耐夫还有点不太友好地提到，在 1980 年 11 月，他在《纽约时报》看到哈佛管理部门自豪地宣布，它已将 32%的股票投资于能源股上，股价正处在顶峰，此时正当石油输出国组织导致的石油大跌价前夕。耐夫自己在大跌价之后的 1986 年，当投资者对石油业前景普遍悲观时，将基金的 25%投入了石油股。他将他自己基金的 5%（这是投资于一种证券的上限）投资于皇家荷兰石油公司，另外的 5%投资于壳牌石油公司，这两家公司实际上是同一家企业，不过他的律师们认为从法律上讲它们是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有独立企业资格的，拥有各自不同的财产。

与其他投资巨头一样，耐夫具有两大特点：过去是穷小子，而今是工作狂。他的继父经济状况一直都不好，所以整个家庭不得不苦苦挣扎奋斗。耐夫说他很早就下过决心，当时机来临时将精明地赚大钱。耐夫每周工作六七十小时，其中包括每周周末在办公室干 15 个小时，他全神贯注于工作，从不间断，令他的手下们苦不堪言。当他觉得某项工作没做好时，他对手下非常苛刻。不过在另一方面，耐夫在工作时常让手下们和他一起参与决策，而这正是他们最乐意的。

技　巧

耐夫对自己的经营业绩抱着相当现实的的实事求是的态度。在一些温莎基金的年度报告中，尤其有好消息时，会发表有关交易的报告卡（参见附录六），这些报告通常是非常坦诚和有趣的。他希望他的同行们也用他的原则去估量他们的业绩。当然在回顾所做成绩时，并非有许多人幸运地有像耐夫那样的业绩。

当证券市场增势强劲时，耐夫的业绩一般总是升得慢一些，不过当市场下滑时，他又总是下降得慢一些。联系到他的保守技术，这并不让人惊奇。

耐夫指出，在操作大额证券投资时熟练地运作很重要：一个好的经理总是眼明手快，尤其是面临不利信息必须及时脱手。在银行中，当出现对某一投资证券不利的消息时，负责任的经理决不会比信托投资委员会还早地退缩回去并指责是他们搞错了（如果这时你割肉抛出，你恐怕难逃受益人的责难）。耐夫没有这样的投资监督员要他周旋，而且因为他几乎从不炒热门股，他脑中吃进抛出的意念变化不太可能与股市大潮吻合，所以他可以悄无声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息地进出股市。

耐夫将资金高度集中于少数几个产业群身上。例如，在1988年年度报告中，汽车类占整个投资组合的22.2%，银行类占16%，保险类占13.8%，而此时正值保险业前景黯淡之时。加上储贷机构，耐夫总资本的20.8%是借贷资本；加上保险类，金融类资产占了全部的37%。1987年航空公司股票占全部资产的7.2%，这时又正值该产业不利时期。

换一种说法，当耐夫没有什么投资打算时，他就把大赌注下在上述几大产业上。实际上1988年年度报告中，耐夫持股最多的10家公司的总投资，就占59亿美元总资产的一半以上。在花旗银行投入了3.3亿美元，那时许多投资者因担心花旗破产而避之惟恐不及；在福特公司投入了5亿多美元；在三家保险公司投入了大约7.5亿美元。这才是真正的自信！

对于耐夫投资如此集中的一个解释是他绝非在从事盲目的赌博，因为他买的都是些便宜货，即使坏事了，也跌不到哪里去。

猎取便宜货

耐夫被公认是位高超的证券分析家。最近一些年，尽管耐夫不再像以往那样总是亲自上门实地考察有关公司，但还是通过与远方有关公司通话来了解具体情况。耐夫有一支分析员队伍为他工作，不过当一只新股票上市时，他很可能会立即负责开始调查，用他自己的话来说是“大家一起来解决了它”！到完成时，手下的分析员也总是收集到了需要的全部信息。经历了大约35年的职业生涯，耐夫已经买了或研究了那些他认为任何时候都可购进的公司中的很大的一部分。换句话说，他所面临的问题通常是更新自己的知识，而不是从零开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐夫总是在寻找证券市场中不被人们了解的门类。他把自己的调查研究限定于那些市盈率低而其收益通常又是出奇高的证券。事实上，耐夫经营的温莎基金多年来的平均市盈率比市场平均低约 1/3，而同时其收益又平均高出 2%以上。

耐夫将自己描写成一位“专打市盈率股票的枪手。”然而，不像本杰明·格雷厄姆，耐夫关注的是上市公司的内在本质。他要的是处于低价位的好公司。他信守的标准有：

1. 良好的资产负债表。
2. 令人满意的现金流量。
3. 股东权益报酬率要高出平均值。
4. 出色的经营管理。
5. 增长前景看好。
6. 有一项极具吸引力的产品或服务。
7. 有强大的市场活动空间。

最后一点最有趣。耐夫说投资人出太高的价格购买高成长的股票，并不保证成功，而那些没有增长的公司往往又意味着公司本身存在问题，因此，耐夫购进的便宜货增长率一般都在 8%左右。

投资点

耐夫有一个有趣的的方法，比较个别股票或门类与其他股票以及总体市场的关系。温莎基金温莎投资组合的成长率约 9.5%，分红收益率为 4.9%，总收益率为 14.4%。股票的平均市盈率为 6。他将14.4%用 6 除，给定 2.3 作为他所谓的“投资点”或“确定关系”数。

1989 年初，股市平均增长率为 8.5%，分红收益为 3.7%，总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率为12.2%，除以股市平均市盈率11，得到1.15的"购买力"值。这样算下来，耐夫的投资组合的诱人程度是股市平均的两倍。

耐夫列出一些专门股票的上述数字来比较它们相对的诱人程度。他果真发现他所买的股票的收益通常比华尔街平均程度更为可观，或用他自己的话来说是更具有"进取心"。

以复利计算，温莎基金收益增长率17%，微妙之处可能在于耐夫将那些股价已上涨而其分红已下降的股票及时抛出，再购进那些低价高分红的股票。

如何购进

在确定以何种价格收购某只股票时，耐夫总要测算出这只股票若干年后的收益情况。

然后，再确定正常股市条件下这些股票市盈率。这反过来给出了若干年后的目标价格，然后他计算出目前市价与目标价格之间的折价比率，这样就得出了股票增值潜力的百分比。

当然，主观因素也总难免。例如，如果耐夫对增值稳定性十分确信，或他认为某公司经营能力特强，那么所有的数字就相应调整，目标价格调高。相反，不利的因素将减低目标价格。

耐夫计算出所持投资组合的合并数字，他将这一数字设定为决定是否购进的"最低报酬率"。

如果耐夫计划购进股票的复合增值率没有达到"最低报酬率"，那他就暂缓购进，直到待购股票价位下跌到其增值率与"最低报酬率"相等为止。

这种方法有时当然要稍加变更。例如，如果他所持投资组合中现金增加而股市又正在上扬，他即会购进低于最低报酬率的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，使现金得以及时投资（这也是耐夫预期最低报酬率不久将上升的另一种说法）。

在他的投资组合中，耐夫衡量所持股票价值的标准是根据累计的增值百分比。耐夫共持有七八十种股票，这意味着每种股票平均仅占投资组合比率的1%略多一点。但耐夫在认准某种股票后，会拿出总资本的5%投到那只股票上面，而且实际上他还会在同类股票上连续注入这样的巨额资金。就是说只要耐夫有足够的信心，他就会很快行动。例如，耐夫预期1989年初股市会保持在1900—2200点左右，直到投资者确信通货膨胀将受抑制为止。在那时，耐夫认为长期债券将下跌，而股价将上扬。

大家可能会认为，耐夫的方法更容易用电脑来分析目标公司股票和做价值比较。但事实上，温莎基金确实不用电脑，既不用分红贴现模型，也不用其他投资机构十分热衷的一些机械装置。在这方面，耐夫可谓出奇的古板。

当真正炒作股票时，耐夫又极端讲究原则。他有自己的预定目标价格，等股价下跌到他预定水平时才购进。他耐心地等待，如果股价跌不到那一点，他就一直不吃进。耐夫一般总能买到低于当天开盘价的股票。这就是说不管他做的交易规模多大，他总能在一天之内某股票处于低价疲软时成功地购进。

如何抛出

耐夫抛售证券的原则包括两方面：一是他愿抛出的价位，二是抛售的技巧。

至于目标价格，也一样基于整个投资组合的“最低报酬率”。当市场看好某上市公司时，该公司股价就会涨价，一定过程之后，其进一步增值潜力就会跌到其他股票以下。当该公司股票增值潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力跌至只占股票组合平均数的65—70%时，耐夫开始抛出。抛售时，耐夫喜欢一开始大量卖出，然后当股价回弹时适时抛出剩余的股票。如果股价跌到一定程度，他就停止抛售，如果股价大跌他又成了买家。

在交易所抛售股票时，耐夫总是极端谨慎。他几乎总要顺着交易日当天的涨势抛售所持股票，但是避免他一人的交易额超过那种股票交易总量的1/4。当然假如某股票开始涨价时，这一交易份额的限制原则就不太重要了。这样耐夫一般总能以高于开盘价的价格抛出股票。

交易成本中的最大因素是交易量对股价波动的影响。耐夫手下的炒手们的高超技巧能实现这样的程度：耐夫的大额交易对他经营股票的价格波动几乎没有影响。

耐 心

耐夫的交易原则之一便是，应该在一只股票达到其全部潜在收益时抛出。你必须给买家以足够的诱惑来购买你抛出的东西。

耐夫方法还有一大特征就是，他所持股票在没实现其潜力时则长久地等待。在这方面，他和想在一两年内就有结果、否则就退出的那些“价值”投资者们想法不同。耐夫会持有某种股票一连几年，只要它前景仍然看好而相对于他手上的其他股票其价位又仍然偏低。

投资于冷门股票

耐夫看中的股票总是不受市场青睐、令投资者心存疑虑、裹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足不前。这些股票一般都具有共同的特征：股票经纪人将很难将它们推销给普通投资者。

例如，前面提到的当耐夫在福特投入巨资时，一般投资人视汽车产业为畏途，不敢涉足。克莱斯勒的濒于破产已经吓坏了他们，而且日本汽车进一步进入美国市场的消息更令他们胆寒，所以汽车公司股跌得很低，而此时耐夫却大规模地购进。耐夫收购石油股、金融股和其他一些大动作也都这样。

忠 告

1. 花旗银行

投资者一直不敢接触银行股，因为这些银行被认为已近破产，无可救药。一些大银行困于第三世界发展中国家难以收回的债务危机，现在又投入一半股东权益从事融资购并。但对耐夫来说，这些不利的信息意味着更多的机遇而非风险。在银行业之中，你必须注意区别那些与劳资纠纷或第三世界债务无涉的较好的地方银行和有上述问题缠身的金融中心大银行。但就是在金融中心的大银行中，假如你能发现价位被压得过低而实际上是家好银行，你也能炒成功。由于人人对银行业持怀疑态度，耐夫引用花旗作为例子，他认为花旗的经营管理是业内最新最先进的，它拥有的预防发展中国家贷款损失的储备多于实际的风险。耐夫指出，假如你减去花旗银行对不发达国家贷款的一半，像理发一样，将剩余资金投资于最稳当的国库券，这只能使花旗股票减少约每股 1 美元的收益。但花旗在组织消费者活动方面异常成功。这些业务以极稳定的速度增长，其业务量已超过整个花旗的股市总值。耐夫还指出，花旗现在一半是消费者银行，业务只有部分在纽约和邻近地区。在全美国有着牢固的优势，尤其是在信用卡方面，在抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

押贷款和小额贷款方面也有优势。而消费者银行业务年增长率可达15%。

自从最具实力的大公司不愿向大银行借贷，懂得如何从资本市场直接融资以后，银行的机构性业务一蹶不振。为了减低损失，花旗已缩减它的机构性业务。它也将普通股的比率增加至总资产的4%，以符合法律规定。由于股利支付率只占盈余的1/3，加上从1987年起冲销坏帐的税负减免，花旗的资产负债表将迅速改善。大银行面临融资购并风险之后应怎么办呢？耐夫不愿投资那些垃圾债券，但银行提供给公司的贷款优于所有债券，能很快收回，应该很安全。

2. 三角洲航空公司

同样，耐夫看上了三角洲航空公司。“航空公司？他们不都要破产了吗？他们不都面临棘手的劳资问题吗?”有人这样问耐夫。耐夫回答说：“对，又不对。东方航空公司有劳资问题并不意味着所有航空公司都这样。三角洲公司几乎没有劳资问题，因为那里基本上没有组织工会，雇员工作勤奋，公司以合理的低成本运作，资金有保证，而且收益前景明朗。尽管航空业整体萧条，三角洲也跟着萧条，但三角洲与整个航空界是不一样的。”耐夫持有三角洲航空公司的大量股票。

3. 储贷机构

更令人恐慌的行业是那些储蓄与贷款机构。许多证券分析家声称需注入1000亿美元才能使它们恢复偿债能力，所以这一行业大受投资者冷遇。一家加利福尼亚的储蓄机构亚曼逊公司引起了耐夫的兴趣。这家公司在东部各州派驻了代理处，它根本没有所在行业的那些问题，而且股票的市盈率一直保持在6左右。

耐夫说，和储贷机构一样，他所持有的许多股票所在产业都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或多或少受到政府管制，使投资人心存怀疑。不过事情不可能都那么糟，还是可以找到便宜的股票。

4. 重组公司

至于“残余”股票，那些用最小量投资即可重新盘活的公司，耐夫觉得它们与投机资本交易相类似，只是程度不一。在投机交易中，你十次会有六次失败，而受困于劳资冲突而投资于“残余”股票十次中可能只失败三次。

5. 成长股

1989 年初，股市上扬，耐夫感到成长股价格已涨到了与代表性产业现状十分不等的程度，以至于像他自己所说的那样，“即使我这样信守原则的炒家也被股市热烈的气氛所左右。”股市后来的发展验证了耐夫的这句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 拉尔夫·旺格
——小小的比喻

我希望对拉尔夫·旺格写作才能的称赞不会触怒我的其他传主人们*。他们当中的大部分人有很多东西要说，但只有旺格用生动语言构筑的一般思想才会使读者愉快。“大多数共同基金的评论员写的经济预言的文章既枯燥又错误，”旺格说，“我宁愿自己的预言有错误但生动。”他的橡树籽基金报告（在附录八中提及），提供了历史、心理、哲学和投资的学习机会。下面是一些例子：

> 斑马与机构组合投资者面临着相同的问题。第一，都追逐利润。对于组合投资管理者，是求得高出一般的业绩；对于斑马，是求得嫩草。
>
> 第二，都不喜欢风险。组合投资管理者面临的风险是可能被解雇，斑马面临的风险是可能被狮子吃掉。
>
> 第三，都属于群居。他们看起来相似，思考方式相似，而且牢不可分地聚集在一起。
>
> 如果你是一匹斑马，跟着群体生活，你需要做出的关键性决定是站在哪里与其他斑马相联系。当你觉得安全时，在马群的外边是最好的，因为那儿的草是新鲜的，在里面的斑马只能看到吃剩下的或被踩过的草，在外边胆子大的斑马吃得好多了。

---

* 然而，是强迫的大量练习而不是能力造就了一名作家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 另一方面，当狮子来临时，外边的斑马成了狮子的美餐，里面的瘦巴巴的斑马虽然吃得不好但却活了下来。
>
> 一个为机构服务的投资组合经理人，例如银行信托部就不能成为一匹在外边的斑马。对他来说，最理想的选择很简单：始终处在群体之中。只要他始终购买大众化的股票……他就不会犯错误。引用一位投资经理人的话，“只要每一个人都一样，即使一同下跌，不管约翰逊公司发生了什么，对我而言，都不必大惊小怪。”但另一方面，他不能为了更大的收益而去投资不熟悉的股票，因为一旦失败他将置自己于批评的焦点上。
>
> 不必再说了，这种身居里面的斑马哲学不适于我们这些长期投资者。
>
> 我们在大部分时间里试图停留在群体之外，身上也留下了许多伤痕。

关于股票的选择，就说这么多。下面是旺格对市场时机的一些看法：

> 这次，斑马群在一个峡谷里，狮子在很远的墙边睡觉，每匹斑马都想吃狮子鼻子前面的嫩草，并在狮子扑跳起来之前顺利逃脱。不幸的是，路太窄，斑马挤成一团，填了狮子的牙缝。许多大机构认为他们可以在适当的时刻，在变换性差的市场里进行数额达几十亿的变换：从股票变成现金，或者从现金变成股票。不可能！任何类似的战略只会导致一个高度波动的市场，那些技术分析专家则被自己胡乱猜测和较高的交易成本弄得忐忑不安。

旺格甚至假定了一个“比喻委员会”，它的“无情而又永远不瞌睡的成员……可以在任何时候出击，打破过分的模棱两可，分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解混和的模拟，或者贬低一个难于理解的格言”。委员会还会比较经济预测与数学模型：

> 最近几年，将自己的模拟变成一组方程，然后在计算机上运行，得出几行整齐的数字，以增加说服力，这样的做法颇为流行。
>
> 所有模型的有效性都有内在的局限，或者说“蟋蟀极限”。在蟋蟀的音调与温度之间有一很好的数量关系，当温度降低到华氏50°时，声音变缓，当夜间温度从50°降到45°时，我们听到的歌声更低。在华氏50°以下，蟋蟀一起停止鸣叫。不管两个变量间的关系是多么的固定，也没有理由会期望这种关系在未知情况下也能维持下去，比如说利率与通货膨胀率。

关于石油的超额利润税给了我们丰富的想像：

> 这是一个关于比喻委员会的好例子：历史上最大的一次税收增长，是对石油征收的货物税，通过容易使人误解的命名，诱使美国人民接受这一政策。然而，我们的议员对这笔高达1400亿美元——对他们来说是一笔横财——的热心调查，使我想起了最近读到的一则消息……《科学的美国人》1979年9月的封面故事：“粪金龟子的生态学”。这篇有趣的文章详细描述了一头大象的粪便掉在非洲平原后将会发生的事情。三只不同种类的甲虫马上爬过来，最小的虫钻进粪堆里，另一只将小块东西埋到地里，第三个，也是最大的，捡出大块把它们拖走。当你读过这篇文章后，参议院财经委员会在你心目中将会是另一种形象。

旺格说他在投资时寻找预言是为了掌握公司中利润和增长的源泉，洞悉管理部门的目的和想法，发现竞争优势和危机等。“只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要预言是合理的，股票就持在手上；如果拥有股票的理由不再充足，就卖掉它。”

开　端

旺格个子不高，圆脸。由于他爱开玩笑，经常做些古怪的幽默的表情，在悠闲中偶尔也有冷峻的时候。他已秃顶，戴一副黑框的大眼镜。许多年前，当我第一次见到他时，他在我的办公室坐下，戴一顶访问缅因州的纽约大学生联谊会员的帽子，在谈话过程中他一直戴着。他说话沉稳，近乎耳语。

旺格出生在芝加哥，在麻省理工学院相继拿到了工业管理的学士学位和硕士学位。旺格说，管理不是科学，相反，它是建立在心理学、常识与好的性情之上的。“管理的原则不会改变，你只需要集聚其他人和你一同工作，并且确信你的选择是合乎实际的。当你失败时，只需批评其他人即可。”

旺格最初在大陆保险公司（现已成为大陆集团）工作成绩平平，1960 年，他涉足投资界，就职于设在芝加哥的哈里斯联营公司，该公司两年前成立。他喜欢投资业，因为报酬丰厚而且工作轻松。在迈克尔·B·哈里斯组建橡树子基金之前，他是一位证券分析人员，也是组合的投资管理者，1977 年 2 月成为董事长。当哈里斯建立基金时，他从未想到它将会变成这样庞大，因而只发行了 1000 万股。到 1986 年，基金已用完了限额，不得不争取许可证发行更多的股份。

1986 年 6 月，旺格与第二个妻子丽拉·泽尔结婚，她是哈里斯的一位证券分析家。旺格有三个孩子，他称他们为“离不开工资单的老孩子”，其中，第一个妻子为他生了一个孩子，另外两个来自第二次婚姻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业 绩

旺格承认，他的业绩从某种程度上说是官僚机构促成的。他在1969年向证交会提出橡树子基金注册申请，仅用了六个月就得到了批准。如果从那时开始计算，到1988年底税前利润总增长约为17%。如果从1970年开始算起（这时基金已增加30%），总增长率仅为15%。这个例子再次证明了统计数字具有很大的随意性。但无论如何，在从1978年到1988年的10年间，橡树子年增长率为18.8%，同期标准普尔指数平均增长为16.1%。

按照旺格的说法，富达公司和许多基金管理集团培育新基金的方法，是从中小基金开始，将比较幼稚的基金孵化成熟，热门股票被用于创造一个良好的初期记录。如果开门红，他们将把基金上市；如果开局不好，他们将把基金冻结起来或合并掉。因此现在基金的记录有时隐含着其他不成功的成份，正如通用曾吸收了成打的亏损汽车企业一样。他觉得12—15%的复合收益率对于投资而言已是相当不错的目标。实际上，我认为这么多的人们费尽心机去超越这个目标是不值得的。只要你能持续下去，即使12%的收益率也能在6年之内使收入翻番，从而使你变得富有（在“结论”中将给出一个例子）。

橡树子和旺格的一大幸运发生在休斯顿石油上。在1973—1974年的那场危机中，休斯顿的发现使它的股票价格得以维持，并且“使橡树子不受萧条的影响”，旺格说，“说真的，如果没有那个股票，可能就没有橡树子的今天。”

下面是他在当时指出（并发表在1976年一篇文章上）的趋势：当能源价格上涨时，并且还会继续上涨时，“应该投资于能源生产行业，离开能源消费行业。”类似地，也应投资于为能源行业提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品的公司，如卡梅伦钢厂和矿产安全设备公司。

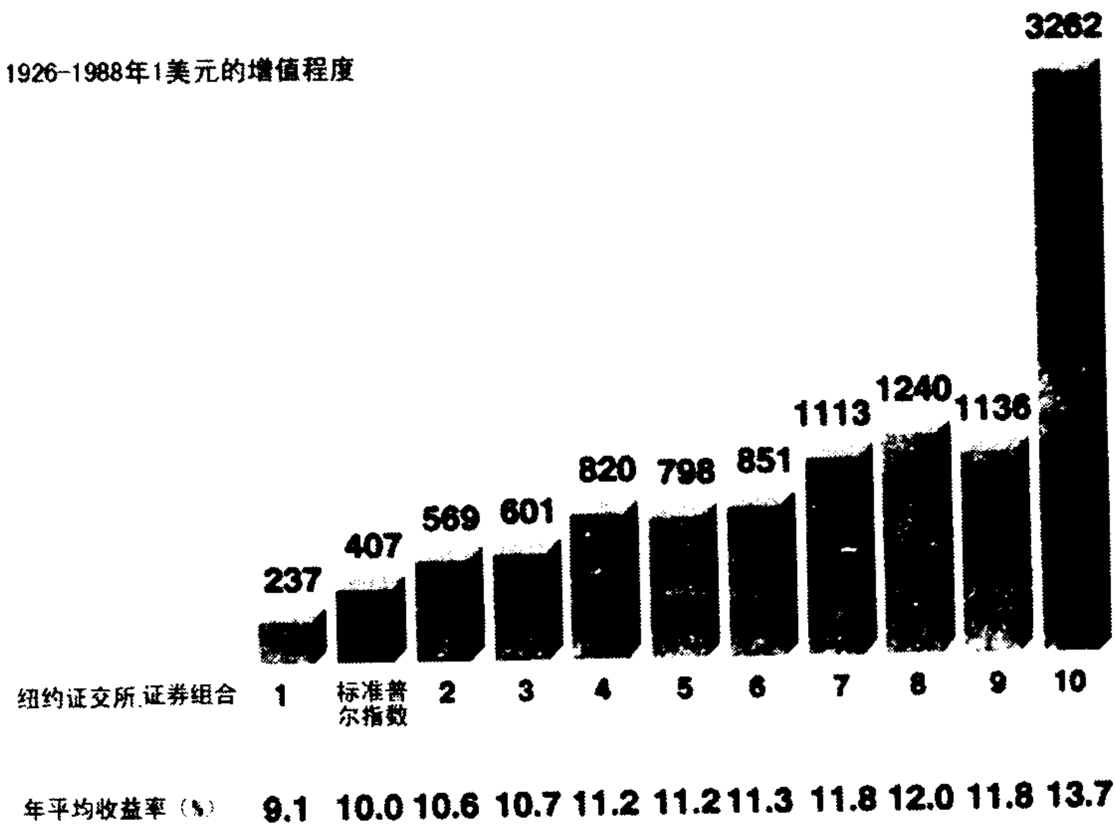
哲　学

旺格的投资哲学有两个要点：

1. 寻找好的小型公司，它们的吸引力超过大公司。

2. 辨别主要趋势。不要像T·普莱斯一样只找趋势的领导者，而是购买那些能从趋势中获利的公司股票。

图 3　小公司效应



1926～1988年经过调整的纽约证交所交易证券组合

资料来源：立体空间顾问公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小公司

为了积极寻找超潜力的小公司，旺格利用了芝加哥大学洛夫·本茨教授于 1978 年对“小公司”现象的研究资料。本茨教授发现，即使经过高风险的调整，资本较少的企业收益率也要超过平均水平（“小企业效应”如图 3 所示)。

旺格“想以低于价值的价格收购小企业股票，当企业成长起来后，等经济价值完全反映其经营成果时再卖出去。投资散户一般以较低的价格出售小企业股票，而以实价购买成熟企业股票，他们提供了交易的另一方”。

甚至大机构雇用的分析人员也都忽视小企业。1973 年，旺格写道：“橡树子基金的 1440 万美元投到 39 家公司上，平均一家的投资是 36.9 万美元。这么多数量的投资，给了我们多样化经营的机会，尽管我们不能从事每个小公司的经营。橡树子从每家小企业中都能获得满意的收入（20 万美元)。将 1 亿美元或更多的资金投放到小企业上，数量太多以至于无法管理，因此作为定例，大机构将它们的大部分钱投到了大公司上。”现在，他的基金增长至 5 亿美元。他说，“当组合投资增加时，投资组合的数学运作也变得令人吃惊，每家小企业的股票持有量平均为 300 万美元。因此，如果我们有 5 亿美元进行投资，橡树子将不得不拥有166 2/3个小公司。”

为发掘潜在股票清单，旺格广泛地从地区性的小经纪公司中收集意见。他每年都将称为“红 A”的奖金授给最好信息的提供者。“大多数机构基金经理人喜欢说华尔街的研究没什么用，”他说，“但他们每天还是要接三十几次从华尔街来的电话。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋 势

“我看到人们的生活方式真的改变了，”旺格说，“20 年前的晚会上，几乎每个人都是一手拿着雪茄，一手端着马丁尼鸡尾酒，早早起床和超时工作被认为是荒唐的。在那个时代里，中年人对此类行为较为抵触，但我们不知道接下来会怎么样。如果医生知道将来是怎么安排的，他们应该从心脏病学转到运动医学。看我：我就是我，53 岁了还参加滑雪比赛。”（他是一个热心的滑雪者）

“这些变化深刻影响着人们如何花费他们的时间和金钱。例如，现在有许多老年人，背和膝不好——需要治疗，因而为某些人提供了赚钱机会。”

“例如，希伦布兰德”，我说。希伦布兰德是美国医用病床和棺材的最大制造商。

“你迟早会成为希伦布兰德的用户的，”旺格意味深长地说。“它是一个经营很好的企业，就像沃辛顿工业公司。如果让他们交换管理层，它们或许会有些抱怨，但 6 个月之后它们将变得相同。二者都是由一流人才经营的二流企业。但经营者的能力却超过平均水平。你拥有的企业也许是由天才人物经营的，但业绩平平，因为竞争对手也是天才，结果谁也不能占到便宜。例如半导体企业：莫斯泰克或费丘德。半导体改变了这个世界，但直到最近，全行业可能还是亏损的。只有一些袖珍公司做得不错，大部分不景气。这有点类似石油行业：它改造了世界，但很多石油公司本身收益甚少。或者类似于 19 世纪的铁路运输业。”

“如果你把铁路公司发行的股票和债券全部买下，你可能赔钱。美国铁路资本化的过程是一次国际性的财富转移——反向的马歇尔计划。英格兰人和苏格兰人的存款移到美国。即使计划做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得很好，这件事也很难做好，最后的净收益接近于零。”

我对此有不同意见，因为铁路使整个国家连为一体，在经营运输时的亏损，通过土地权等某些特许的形式已经得到了补偿。

“土地权的确赚钱，”旺格说，“但它不属于运输行业，如果你于1880年在铁路上投资100万美元，你可能不盈不亏。然而如果你把钱投放到芝加哥房地产业，在接下来的40年里，你将拥有无穷的财富。从1910年开始，受铁路交通的刺激，芝加哥是全球发展最快的城市之一。”

“在信息或运输服务领域最大的利润点通常不是核心事业。回过头来讨论晶体管，虽然晶体管做为一个行业是不景气的，但电视通讯、有线电视、电脑、数字控制等已成为主流趋势。例如IMS国际集团，为购买计算机者提供服务，这在先前不是很有价值。计算机的成本一直在下降，每年都或多或少有些。当我在CNA保险公司工作时，我们购置了一台价值300万美元的IBM705型计算机系统，有三位专职的IBM工作人员守着它，更换电子管。它有一台周期为6微秒、容量为40K的存储器。今天，一台2000美元的电脑就使我们这台300万美元的机器黯然失色。事实上，仅仅3年后，CNA就不能售出它的705系统了。他们甚至不能仍掉它，它的价值尚不足以雇人运走它。”

我认为由于计算机的出现，投资业正在经历一场革命。“当然是，”旺格赞同道，“指数基金，数据库，都是可怕的。会有一天，你来到一个计算机商店，支付80美元买一个‘投资组合经理人’程序。你可以将它应用于你所知的一切事情上，我自己也就无事可作了。我们正处于一场尚未结束的革命之中。就拿电脑下棋来说，这是一条跟踪软件工业的好路子。早期的象棋程序——沙龙Ⅰ——可以按照规则下棋，但很慢且原始。一位富有想像力的棋手可以战胜机器。沙龙Ⅱ可以很像一位真人似的下棋，它的速度较快，照我的水平，赢了它我是很高兴的。沙龙Ⅲ现已问世，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你能打败它，就太幸运了。沙龙Ⅳ和Ⅴ正在研制之中。人们不大愿意与计算机对弈，这就好像一个战役接一个战役似的。”

“有一种程序可以自动监视。例如，在公用事业的公司里，一位公用事业的经理手工操作：经常依照环境重置表盘，以图有一个好结果，如煤矿等级变化等。今天，‘专家系统’可以做得更好。航空是另一个例子。自动驾驶仪可以在飞机驾驶员不能引导飞机降落的环境中完成这一切。飞机驾驶员成了自动驾驶仪失灵时的备用件。”这自然是汤姆·沃尔费利《摆设》一书的主旨：对于科学家来说，一艘宇宙飞船是由计算机控制着的，驾驶员就好象是一位乘客，如同做实验用的动物，而“实验室里的生物”——自动驾驶仪却成功地取而代之。

“芝加哥银行，”旺格继续说，“过去拥有规模庞大的证券分析机构，但结果连平均收益水平也达不到。现在他们已经解散了该机构，而代之以计算机，这样一来，反而恢复了平均收益水平，并且大大降低了成本。这使那些相信人的理性分析有助于实现额外价值的人颇为困惑，虽然，我注意到，先锋基金指数是排在100家基金的前列。”

道·琼斯幻影

我提出一个由指数而来的问题，我称之为道·琼斯幻影。每当一个养老基金——强势增长型股票的代表——售出两三亿元的股票买进标准普尔的指数时，它的成长型代表股票就会被部分削减，而标准工业股票——道·琼斯的相对者——则会增值。这种自我加强的趋势产生了优异的成绩，标准工业股票超过了广大的一般股票，如果将道·琼斯与价值线平均值相比较的话，将会发现这是非常值得注意的。“这是在金融领域里时间最长的循环之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，”旺格说，“从谷底到谷底约需10年时间。我们已经有5年时间在小股票上收益不足——从1983年起，因此，当循环转向时，将会有一个大的回升，上一次发生在1974年，结果是超乎寻常的。”

东方的崛起

旺格把一个很大的赌注押在了环太平洋国家未来的繁荣上，这一地区的人们似乎比其他地方工作更努力，有更多的商业细胞。

那么投资者应怎样善用这一地区的发展趋势呢？一种途径自然是集中投在旺格所称中产阶级化的新兴地区，如新加坡。几年前他曾考察过那里，在船上，他遇到一个9口之家的华人家庭。祖母是以奴隶的身份来到新加坡的……是的，一个奴隶！然而她的孩子已在政府部门工作。感谢企业家，他们使得太平洋地区的中产阶级迅速壮大。旺格注意到，这些新富阶级喜欢出国旅游。他的基金已抓住了这种趋势，投资于三家运输业的公司：国泰航空公司（以香港为基地），许多人认为是世界第一流的航空公司；新加坡航空公司，以及马来西亚航空系统公司。“国泰和新加坡的航空公司雇用十几岁的少女，都是百里挑一，”他说，“由于政府没有相关法规限制，当这些女孩子到20多岁时，将被解雇，接替她们的是另一批新人。”“成熟女性不是比女孩更胜任服务的角色吗？”“是的，但她们在6个小时的旅途中，看起来不那么令人感兴趣。”他回答。

如果想投资于某航空公司，你应注意它是否拥有非常广大的航线，搭机方便，价格优惠，以及交通成长是否快速。国泰在香港、新加坡航空公司在新加坡都占有很大的比重。换句话说，没有支线问题。他们所服务的地区GNP增长率高达8～10%，这对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一个农业占很大比重的经济来说是了不起的成就。

"日本人现在大批来美国玩，台湾人紧随其后，他们之后还有远东各地的华侨。香港的宾馆客满为患，尽管新饭店不断完工。夏威夷也即将面临这样的现实，而后是我们的西海岸。现在美元的廉价也意味着美国从今后将在本土旅游。"这暗示着卡尼瓦游艇公司的繁荣，该公司垄断了低价位的旅游业务，旺格说他已买了它的大量股票。

另一个可能的度假胜地是迪斯尼，虽然旺格说迪斯尼公司对于他来说投资太大了。他购买了日本迪斯尼世界的股票，当涨到四倍时，他抛出了。"它可能是世界上最能生钱的资产，"他说，"每天上午八点有 3 万人排队等候开门，不管门票多少，天天都是如此。"

"台湾偶尔宣称他们将帮助纠正美元的不平衡：他们将以每架 5 亿美元的价格购买波音 747，以增加美国的出口。但他们却从不宣布在不久的将来，这些飞机将满载着台湾生产的商品飞往美国各地！"

"沃特福德—韦奇德是另一种获取环太平洋国家财富的途径，世界上没有比这更响亮的名字，它有 200 年的历史！日本人和中国海外华人喜欢它的产品。前殖民地国家还没有忘记与联合王国的联系，尽可能地购买它一流的产品。人们现在住在无名的小房间里，购置一张漂亮的餐桌是亚洲主妇们的首要愿望。这一地区的奢侈，将是投资的福音。我将购买蒂法尼并卖空克里兹·埃迪公司。同样的原因，内曼—马库斯也是特别诱人的公司。"

水晶球的破裂

准确地预言趋势是困难的。在 1984 年 3 月 31 日的报告中，旺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格分析了未来学家在1972年做出的一些预言。当时有20项预测，包括1985年后能源价格下跌，原因有：在远离岸边的深水区中开采石油，核能的持续发展，低成本燃料如褐煤的发展、人造燃料的出现，以及太阳能将进入1/4的家庭等。

然而，只有深水采油探测在相当程度上变成了现实。旺格从中总结出的有意义的结论是：技术极难预测，尽管预测是由一些聪明而又知识渊博的专家做出的，也是错的。更为重要的是，他们忽略了1972年以来最重要的变化。

他进一步指出："在任何环境下，你都要比别人具有更强的适应能力，这样才能持续成长。我们生活在一个加速变化的世界里。在一个迅速变化的世界里，一个企业20年或30年的成长历史警示人们：变化迅速使事情面目全非，以至于二三十年前的成功，当时不管有多么的辉煌，今日不过是过眼烟云。我想通过集中在小企业上你已经增大了抓住下次机会的可能性，你是骑在浪尖上的人之一，而不仅仅是尾随别人而行。"

没有新闻

在观察趋势时，你在重视积极的投资意见的同时，也应重视消极意见。就好像《福尔摩斯》的侦探故事中所写的"会咬人的狗都不叫"。在1987～1988年的冬季，没有煤气短缺的传闻，几乎没有老年人会在他们的布鲁克林区房间里瑟瑟发抖，如此而已，这就说明了燃料供应是充足的。那不是什么头版新闻，登出来的消息一般都不是好消息。便宜的燃料有利于航空公司，"对汽车旅馆和迪斯尼乐园也有好处。"

旺格说，"类似地，在印度的人们一般每年遭遇一次灾难，季风年年有，引发的洪水使许多人无家可归。当这些发生时，意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着季风来了，之后人们重返家园，一切已成定例。当季风不来时，倒会成为一个真正的新闻。”

另一方面，旺格认为当人们没有从报纸上读到关于“印度灾难——数千名无家可归者”，可能意味着洪水没有来，人们应该考虑黄豆期货了。

太空实验室正在坠落！

过分夸大的新闻也可以制造机会，核工厂事故的危胁或龙卷风吸引了记者，公众反而对发生在身边的危险充耳不闻。1979 年，太空实验室解体，使得全国飞机停机。但太空实验室落下来，仅有 500 块碎片可以落到地面上，砸在任何一个美国人头上的概率仅为二万分之一，再加上 NASA 有能力控制降落地点，概率又可以减少为十万分之一。但每天都有大约 130 个美国人在车祸中丧生，这个可能性要数百万倍于太空实验室的可能性。

旺格提出了这个敏感的问题：“为什么人们不按照统计概率来考虑危险？”他认为答案之一是，人们不喜欢用数学计算真实的概率。突发性的非经常性事件比平常事件更能成为媒体谈论的对象。“太空实验室效应”告诉我们，有些不错的公司，虽有一点风险，却是很好的投资对象，因为市场非常害怕不确定的风险，当坏运来临时，股票下跌可能比警告的要严重得多，这种现象有自己的华尔街名字：“过份看重坏消息，”因此他指出，如果在市场上充满了恐怖的消息时发现了一家好公司，利润将随之而来。

有些公司在情况不妙时却做得更好，例如 H&R 就是个好例子，利用税收的混乱大赚其钱，政府管制后的商业清算公司与保险业经纪人在经济不景气时期也有过相同的经验，旺格称这种股票为“苦肉计”股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好公司

旺格用三个标准来检验某公司是否是好公司，即增长潜力、财务状况和基础价值。

1. 增长潜力体现在五个方面：扩张的市场；良好的设计；高效的生产；强大的销售力量；正常的利润率。高回报往往适得其反，如技术能力，他举西泰克斯为例，它曾开发了绘图计算机软件系统。他喜欢在市场上独占鳌头的企业，如生产真空安全设备的迈因安全器械公司。“宁要百合管工业老大，也不要拖拉机行业的老三。”旺格说。一家电视台，或一个地区性商业街，或一家报纸都可以形成地方性垄断。洛斯公司是一家在商业中心有很大优势的公司，在波士顿开发建成了凡尔礼堂，在巴尔的摩也建了许多项目。在媒体公司中他喜欢《纽约时报》。他还喜欢 A·H·贝乐，因为它拥有广播和《达拉斯早间新闻》。看他们的正式公布的收益是毫无意义的：应该重视的是现金流量和资产价值。

然后，旺格寻找熟悉业务、营销能力强、对顾客有奉献精神的杰出的管理人才。他选择的公司的特点是，经理在公司中与股东有很多一致的利益。

2. 旺格希望能确信公司的财务状况良好，低负债，有充足的流动资本，有稳健型的会计，有一份坚实的平衡表，那样无须动用股东的本金就可以获得增长。

3. 最后，价格必须富有吸引力。旺格指出机构投资者困惑于公司和它的股票，你可能同时拥有一个好公司和它的坏股票。

为了检验在市场中的价值，旺格设计了一个永远正确的试金石——停止试验。“你所做的就是演一场戏，假设你在银行界有一位很古怪的朋友，他借给你一笔钱，利率大约为10%，你准备将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这笔钱全部换成正在研究的公司的股票，均以现价买进。如果你研究了这家公司之后，能够说，‘伙计，这真是妙不可言，这是一个大买卖，我将停下手中的活来经营那家公司。’那么你可能发现了一只优良股票。如果你说，‘好家伙，我想我还是不借钱为好。’那么这只股票就不是一只好股票，此时你最好另谋他路。”

投资与投机

为评估股票，旺格拥有自己的分析人员来评估企业的未来收益或资产经营状况或发展潜能，三者都是提前两年完成。然后计算机计算出那时合适的市盈率，再考虑习惯的红利贴现价格，最后定出目标价格，再算出股票从现在的价格涨至目标价格所能带来的预期收益率，他再筛选收益率，进而用来考察分析人员的预期与市场走势的不同之处。

投机的权力就是猜测市场是上升抑或下降的权力。通过期权、混合证券和其他的衍生工具，一个投机者可以不必通过真实投资而买得投机权。但对于一个真实投资者而言，纯粹的投资权力已足够他们使用。“审慎投资人原则”要求你购买股票是为了保有它，就像你买房子不是为了交易。该原则说，“不作投机”，其实它很有智慧。许多受托人就是因为离开这一点，所以赔了受益人的钱，目前这种情形非常普遍。当然，一位好的投资者不会仅仅满足于收益和股息，而是要进一步预测市场，以便有一个大的投机收入。另一方面，他的所得也可能没有别人支付给他的多。确实，人们往往愿意为投机权利支付高价。因此，一个人也许应该利用他们这种热望而发他们的财呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲁宾斯坦原则

旺格采取了“走极端”的方法，他从确定那些看起来颇具吸引力的市场领域入手，通过限制分析的范围将他的投资集中于少数优良股票。他称之为鲁宾斯坦原则：一个股票要么特别值得投资，要么一点也不值得投资。他解释说这来自于阿图·鲁宾斯坦给伦敦一次钢琴比赛打分的故事。鲁本斯坦被请去为参赛者打分，范围从 0 到 20。当比赛结束时，主办者很吃惊地发现这位艺术家给大部分人的分数是 0，极少数是 20，没有人得中间的分数。问他为什么以这样极端的方式给分，“很简单，”鲁本斯坦回答，“他们要么会演奏钢琴，要么不会。”

有吸引力的投资领域必须具备有利的特性，且能持续 5 年或更长。旺格的投资组合增长率非常低——历史上每年为 25%。也就是说，他每年仅卖出 1/8 的投资项目转而投资其他。如果开始购买股票的原因或“比喻”继续存在，它应该被继续持有。这种低周转速度的结果是，橡树子基金一直是基金中费用比率最低的。

橡树子投资组合最近的资产结构是：信息（28.9%），消费品和服务（17.1%），工业品及服务（10.6%），金融（10%），房地产（8%），能源（3.8%），外国股票（16.5%）。外国股票已经替代能源成为主要的投资项目。

建　议

旺格喜欢出售软件或数据库的企业。计算机价格经常降低，意味着供应商，如 IMS 国际公司、信息源公司等力图扩大业务。IMS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在世界范围内跟踪药品的销售，向药品生产商反馈信息，信息源公司则收集分析消费者用包装货物的情况，检验评价营销计划，橡树子持有的最大计算机软件的股票是系统化公司，该公司提供银行所需要的一切数据处理软件。松下技术公司提供的软件则是用来增加数据通信信息管理系统的效率和计算机系统在宽范围内的可恢复性。

由于电脑化的深入，在保险索赔中受益的有 Colonial 人寿与事故保险公司（它集中在小额索赔上），以及联合火灾与事故保险公司。

房地产

在 70 年代，一位朋友告诉旺格不会再有机构投资在房地产上，另一位说在他的银行核准后的清单上，没有房地产股票。他付了小费感谢他们，然后出来买了科哥房地产和大陆伊利诺斯房地产的股票。他解释道，“毕竟，我的乐于助人的朋友已解释了房地产业股票便宜的原委，并且告诉了我几年后谁将从橡树子手中高价购买它们。”旺格现在道出了原委。首先，大多数的居住区在过去的 10 年中价格已增加一倍，投资者也很清楚这一点；其次，美国和国外投资者正以 10—14 倍的现金流量来购买高质量的房地产，同时房地产股票可以用 5—10 倍的现金流量收购；第三，在不动产投资信托业渡过不景气之后，机构投资者还会回到房地产上。

“洛克菲勒中心房地产公司，”旺格说，“以 20 美元价格发行股票时被一抢而空，现在实际上变成了指数化债券，它的收入增长足以抵销消费品价格的上涨，事实上，如果纽约遭难，它将是最后的存活者。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"租金管制怎么样?"我问,"他们正在谈论在纽约引进商业租金管制，已经通过居民租金管制很快使租金便宜了。""是的,"旺格说,"我一位大学同学的妈妈，一个寡妇，布鲁克林的一套房子是她的主要财产，她将这套体面的房子租给了许多中等收入的人们。由于租金管制，她出租的收入尚不足以抵销维修费，不得不放弃出租，失去了那份财产，房子成了没有价值的东西，破损严重，现在大部分空闲，我不知道谁是事件的受益者！事实上，政治家通过租金管制，将一个良好的中产阶级社区变成了一个都市大沙漠。但这些不应该影响到洛克菲勒中心。"

旺格看到商业房地产业是抵御通货膨胀的有效的保值手段，但他坚持要求看到公司的财务状况和管理水平正常，如格罗夫兄弟公司，它的业务范围包括木材和建筑业。

购物中心体现了旺格的三个投资设想：房地产，能源储存和娱乐趋势。他写道,"例如，购物中心是好的投资所在，因为这是一个大型的、区域性的购物中心，由于数十家商场集中在一个地方，节约了购物时间和能源支出。最成功的商店是信息的充分利用者，多种场合的电视广告能建立全国性的品牌标志和连锁商店印象。"他拥有的经营购物中心的公司包括希兹勒房地产投资公司，总部设在路易斯安那、佛罗里达和亚拉巴马；温格顿房地产公司，主要资产在得克萨斯。

银行业

旺格喜欢路易斯·卡罗在《西菲和布鲁诺》中所描述的一个情节，卡罗是小说《爱丽丝奇境历险记》的作者。故事说的是一位教授欠裁缝一笔不大的钱，当裁缝要求他付款时，教授提出愿意付两倍的钱，但要有一年宽限。几年后，教授欠裁缝 2000 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但裁缝为了双倍的收入，允诺还可以推迟偿还。结果，裁缝没得到一分钱。书于1889年出版，旺格计算了一下，如果这两人还活着的话，教授将欠裁缝10^{33}美元！

"当借款者是一个国家时，如阿根廷和波兰，如果这个国家没有担保品，也没有还债的打算，那么银行是否清楚他们身边躺着一位故意赖账的教授？"旺格说，"每一个脆弱的银行信用的翻倍，只是向美好的幻景大陆又推进了一步。"恰恰因为这些恐惧，一些银行的价值被低估。旺格特别喜欢地区性的小公司，如第一夏威夷或威明顿信托公司。"我们试图寻找一个银行家经营的公司，而不是由裁缝经营的公司。"他说。他特别强调，这样的银行家应该像"咄咄逼人的女主人"一样"咄咄逼人"。

太平洋

如上面已提到的，旺格对太平洋地区如台湾、香港和新加坡充满信心。要应用这一观点，可以考虑航空公司，尤其是国泰和新加坡航空公司；旅游公司，如卡尼瓦·柯茹和迪斯尼；奢侈品如沃德福特水晶。我们可以预见，橡树子投资组合将追随旺格的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 沃尔特·卡伯特

——管理哈佛的资金

作为哈佛的财务主管，保罗·卡伯特掌管着该大学的捐献基金，在他的管理下，15 年间，该基金已由 2 亿美元增至 10 亿美元。当时，这笔资金是在卡伯特自己的公司即政府街管理与投资公司的账号下，为此他还名义上每年收取 2 万美元的费用。后来，随着基金数目的增长，使得有必要建立一个在哈佛自己旗下的独立的机构来运作。这样，在 1974 年，哈佛管理公司应运而生。

记得就在那年，我走访了这家新生的公司。它的办公室整洁而时髦，在波士顿联邦与富兰克林大街拐角的一幢小楼的第六层——距离卡伯特的政府街管理与投资公司仅百步之遥。我会晤了新主管，沃尔特·卡伯特以及他的产权投资头目约翰·蔡斯。1986 年我故地重游，该公司管理的资金的数目又增加了三倍，占地是原先的四倍，还是那座建筑，但有四层已属于他们了。今天，哈佛管理公司雇佣了大约 120 人来经营一笔 46 亿多美元的基金，公司运作开支年度预算（工作量大了）达到了 1000 万美元——大大超过了保罗·卡伯特的 2 万美元！尽管如此，它仍然算是精打细算。哈佛管理公司花费掉的仍不到它管理下的资金的 25%，低于许多别的大学。

10 余年后，办公室显得不再时髦，过道里的家俱搭配得不很合理，看上去不太干净，波士顿人那种在穿着上追求时髦的热衷似乎已是昨日黄花了。在接待室里，偶遇一位来自纽约的经纪人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对他而言，哈佛基金是重要的一站。纽约的经纪人或许会炫耀他时髦的带条纹的西装、淡蓝色的配着雪白的领子和袖口的衬衣，赫姆斯领带和黑色的古奇鹿皮鞋。经理们在办公室里走动，带着一丝老资格者的愁意。(传统的地道的波士顿人曾穿过新皮鞋、戴过新帽子吗?)我喜欢对盛气凌人的来访者和衣衫略显不整的资金管理者们做比较……到底谁管理着基金。

我于 1988 年第三次走访，此时哈佛管理公司已迁到波士顿市区的联邦储备大厦，离海滨有几个街区。它是超现代型的，尽管还不是波士顿新的典型的“后现代”样式*。

哈佛管理公司还是老样子，或许更确切地说，它落在了时尚的后面。在大楼第十五层通向公司办公室的玻璃门上没有名字。在办公室内，冰凉的灰夹米黄色的墙壁配着铺满整块地板的米黄色的地毯，家俱有些发旧。跟上次来时相比，气氛有了变化，纽约经纪人少了，秘书们的闲谈多了。

哈佛管理公司诞生于乔治·普特南这位坚强不屈、眼睛明亮发蓝的波士顿人手上，1973 年，普特南成为哈佛的财务主管，他主管过一家族公司，后来卖给了马什麦克伦南。他的任务繁多，在一半工作时间内他只拿适度的报酬，哈佛管理公司仅是他作为财务主管的许多工作中的一项。哈佛高层认为需要建立专门管理捐赠基金的机构。普特南最早雇佣沃尔特·卡伯特来负责该公司，这个卡伯特，是前任哈佛财务主管、个头矮小、容易发怒、出口粗俗的保罗·卡伯特的侄儿，曾在普特南管理公司工作了 7 年，后成为惠灵顿管理公司的委托人。

接着，普特南又聘请了乔治·西格勒，他刚到 26 岁，在位于明尼那波里斯的投资者综合服务公司工作。有一天，西格勒给普

* 就象诸多美国其他城市的街区一样，波士顿传统的沉闷的砖结构建筑已逐渐让位于现代化的玻璃大厦，但波士顿的市区已越过了这一阶段。后现代派的建筑耸立在城区各处：鲜艳的色彩；奇异的装饰；大量的石质结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特南来电话寻找一份工作，普特南邀请他来波士顿，发现他对资金管理方面的新的技术设备很熟悉：证券出借、期货交易、债券豁免等等。西格勒语速很快，感情丰富，并不时闪现出思想的火花。普特南让他管理交易部及少量冒险性资本。

尽管表面上是传统式的，但哈佛管理公司从一开始就很吸引人。沃尔特·卡伯特和西格勒所进行的一项著名的革新是期权交易部。期权交易与“信托投资的审慎管理人原则”格格不入。这就像是一场赌博游戏，除非你自认为技艺熟练，否则不敢下手。要有成本，还要冒风险，但你不是个熟练的赌徒，与别的选手相比没有较大的优势，虽然你希望如此。运作中的期权交易部就像机场的控制塔，当龙卷风吹坏跑道后，能比预先设计指挥更多的飞机。也许这个比喻还可以再深一步，整个业务也可能遭受珍珠港那样的由敌人施加的打击。不管怎么样，这是份让人精疲力竭的活，你得时刻保持警觉，进行计算机导向决策，来战胜周围其他聪明的大脑。

起初，期权交易经理宋兵及其助手们只能按哈佛投资组合中的股票来买卖期权。后来这种限制不存在了，这些交易者们开始自由地买卖无担保的期权，与哈佛投资组合的股票没有关联。他们可能也交易货币或商品。这是一场没有投资成份的游戏，也是一种可能招致巨大损失的冒险性活动。由于这种行为太迅速了，所以很难通过管理来控制（银行有时可能在货币交易中遭受数亿美元的损失）。西格勒和宋兵现在都离开了。卡伯特说金融衍生工具的运用已变得相当保守了。

哈佛大学通常的财政目的是谋求8%的长期“总报酬”（收入加上资本所得），其中的一半，亦即4%，专门应付大学的日常开支（哈佛的预算每年为8亿美元，包括3000名教师及9000名其他雇员的薪水）。其他的4%，不再进行分配而是存入银行。此外，哈佛大学还期望能从外部得到相当于2%的捐赠，这样每年的花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费就能相当于它的证券组合的 6%。

哈佛管理公司有三个主要"账户"。第一个，也是最大的一个，"校长基金"，它实质上是个巨大的互助基金，控制大学以及各学院收到的捐助。"中央哈佛"是"校长基金"的组成部分，数目非常小。"校长基金"大都被分为单个的类别，如神学院、福格博物馆、教授职位评定等等。

还有数亿美元不等地存入哈佛控制的 250 个账户，如哈佛——燕京学院等一系列慈善性的信托组织（把它们结合到一起固然管理起来要容易些，这个想法也经常考虑过，但这必须要求哈佛管理公司得有信托公司卡特尔，但它没有）。

此外，哈佛不断收到各种各种的捐赠礼物，从伊塔蒂（伯纳德•贝伦森在佛罗伦萨市外的别墅）到一艘轮船、一处农庄，五花八门。这些财产都得由哈佛管理公司来处理，如果条件适合，他们就对它加以发展，如果不适合，就把它处理掉。仅仅一幢建筑远不是理想的赠品，现在，在哈佛接受你曾祖父在新港的乡间别墅的同时，你必须得陪上能维持它的足够嫁妆才行。哈佛不从事全国托拉斯的业务，也不用担心"地产缺乏"，任何接受后还要不断地消耗的捐献都会遭到拒绝。伊塔蒂是个例外，它的日常开支带来了不小的麻烦，最后不得不对它进行独立的经济核算。来访的校友们抱怨学校的老式陈旧，但哈佛认为它主要的收入应当用于教学。

哈佛管理公司的第四个职能是，管理该大学的流动资金，也就是起着一种巨大的货币基金的作用。每天各学院的超额款项及捐赠品纷纷流入总库，在那里进行集体管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向外发展

从一开始，沃尔特·卡伯特的队伍就着手让几位助理经理从事部分的投资证券组合业务，希望提高成绩并通过与其他同行交流观点学到新的东西。捐助基金内开展这一业务的基金数目在12～15个之间，一个高级管理委员会专门负责在它们之间分配资金。

从1974年开始，哈佛花了大量的时间与剑桥协会（一家绩效监督运行机构）合作，到公司之外寻找经理人员，他们可能也在做同样的工作，却比哈佛更出色。经过对250家公司的调查，选中了5家，它们是股权类的埃伯斯塔特公司（纽约）、斐德希利信托公司及麦凯·希尔兹公司（纽约）、债券类的布朗兄弟公司（纽约）、哈里曼公司（纽约），还有波士顿的斯卡德·斯苇文斯·克拉克公司。给每家2500万，总计1.25亿，达到了当时哈佛证券组合的10%以上。

由外部顾问们管理的资金现在约占哈佛证券组合的5～6%。加上有限责任合伙企业、杠杆收购基金等，又占了5%。这样大约有11%的总有价证券由外面的机构来负责管理（这个数字曾一度达到过15%）。

现在，原先的几家外部咨询集团都不利用了。我不想就此现象发表看法，而沃尔特·卡伯特认为，基于业绩监督运行的方法而得出的结论不太完善。我经常表示，把一切都交给过去几年里成绩突出的经理或互助基金是权宜之计。最好是确定一个与众不同的投资策略，然后雇用一位优秀的经理或基金来实现它。

正确的办法是分析一名成功的经理在过去十年中所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用的技巧。如果他的成绩是通过高超的技巧得来的，那么你还要继续考查：他以前选中的股票最近的交易量是否仍然很大，或者与此相反，它们已经被人们抛弃，因而具有极大的价值含量。

如果情况属于后者，你或许找到了有用的信息。当你认为这位经理长期坚持自己成功的方法（最近已不再流行）的时候，就应该雇用他。你应该紧紧抓住这次迟早要来的传统的复兴。或许这位经理因为近两年成绩不佳而刚刚被某个利益驱动型的机构解职，但是，正是这两年的时间为他选中的股票积累了反弹的力量。*

当然，这要求你必须对投资市场有深刻的了解并一定要锻炼创造性，所以它是个比业绩监督方法更难的技巧。然而，这肯定更有利可图。

卡伯特发现今日养老基金的管理方法相当保守："他们仍然在运用10年前我在那里时的老方法。"哈佛与此相反，不断地尝试新方法。"如果你必须找到剥猫皮的10种方法，那你就能办得到，"他说，"因为如果你办不到，你将会掉队。"我用某种怀疑主义的态度欢迎这一概念：至少一个世纪以来，投资的本质并没有发生太多的变化。而许多新事物只分散了注意力，并不能真正明显地提高解决问题的能力。就算一段时间它们顶用，但时过不久别人会运用同样的方法，因此你会在陷入灾难的同时失去自己的优势，只有漂亮的外表是不够的。

无论如何，在发现业绩监督方法的不完善后，哈佛开始了一种不同的（在我看来也是更有成效的）方法：寻找那些独具才华的管理公司。现在有8个公司被委以重任：

* 约翰·特雷恩，《储备资金并使之增值》（纽约：克拉克松N·波特公司出版，1983年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 两个负责外国股票的管理公司：奥克斯利和格兰瑟姆·梅奥·范奥特罗公司，两者都在波士顿。

2. 两个外国债券管理公司：美国银行世界投资分部，在伦敦；S·G·沃伯格公司，也在伦敦。

3. 两个套利基金：查尔特·奥克公司，由杰里·法因管理，在康涅狄格的纽波特；卡勒夫联合公司，在新罕布什尔的朴次茅斯，由托尼·卡勒夫管理。

4. 一个专业保险基金：PSCO合伙公司，由菲洛·史密斯公司管理，在康涅狄格州的斯坦福。

5. 一个账面价值比率基金，由唐纳德·史密斯管理，在新泽西的帕拉默斯。

卡伯特说他发现要识别一直保持优秀的管理公司十分困难。的确如此！

甚至最好的外部管理公司对哈佛的整个业绩也可能没有什么影响。因此，卡伯特说，“利用与经理的关系——发现他最好的想法——对我们而言也许比他直接创造的业绩更加重要。”他喜欢让有能力的外部人士进来，从他身上，他的职员们可以验证他们的概念。他的职员们也从哈佛大学的教师们那里得到了许多有用的投资见识，因为这些教师们对许多经济和科学的领域非常熟悉。

外国资产管理公司所用的一种技巧很有意思。格兰瑟、梅奥、范·奥特罗公司，其本金从波士顿的巴特利马奇管理公司分离出来，为哈佛管理着8500万美元的外国股票。他们认为最著名的欧洲股票——20世纪70年代早期的我们的“最佳50家股票”的等价物——跟同一国家的不太知名的股票相比其价格是过高了，基于此他们发展了一种方法。公司以此方法购买了二流的外国股票而不是最知名的股票。在牛市上这是正确的策略，但在熊市上二流股票有时会失灵。

一些瑞士银行热衷的一种投资技巧导致股票初级市场股份的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反常高涨。这些银行一般来说对某些股票的资讯的了解谈不上周全，譬如对某些西班牙股票，它们肯定不及当地的机构投资者了解得多，但它们总认为能把握各国情况的方方面面。因此，当某位瑞士银行大亨认为西班牙正走出困境时，他肯定让顾客投资西班牙股票。那些喜欢保持资本高度流动性的投资者会买进三四种西班牙最大最著名的股票。这样那些最大的股票在股市融资方面会不成比例地大大有利于其他股票。而随着时间的推延，这种扭曲会趋于平缓，你应购进二流股票静观待变。

指数化

数年前哈佛管理公司决定，既然大多数投资公司的收益抵不上标准普尔 500 种股票综合指数，那就应当对整个投资组合的重要的部分实行“指数化”，这样即便不会比标准普尔指数更好，也不至于比标准普尔指数更差。实行指数化后的投资组合本质上归为一类，并对应于它所实行指数化的对象——道·琼斯、标准普尔等等。这样一来的好处是，减少了需要有意识加以管理的投资组合的规模。假如说你的股票有 20%实行了指数化，你只需为管理好其余的 80%操心。如卡伯特所说：“如果我们 19 亿美元的投资组合的 25%即 4.7 亿美元指数化了，从流动的观点看，那就意味着我们不必考虑那笔数目的钱了。”对我而言这种观点是正确的，但结论看起来与前提不符。如果扣除成本之后，你能突破平均数，你应当管理尽可能多的自己的资本；如果你突破不了，那你管理的资本就该少得多。

有时一种指数化期货严重地高于或低于它所包含的股票的真实价格。在这样的场合下，哈佛公司就在期货和股票之间来来回回地做着交易。用卡伯特的活说：我们有一个积极的而不是消极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的指数化投资基金，基金的大部分运用了衍生工具。它给我们吃下了颗定心丸。大多数经理们没有充分利用指数，因此我们认为既然你战胜不了对方，那就参加到对方中去。这是非常灵活的措施。我们能很容易地增加或减少风险。今日，金融期货的交易额已远远超过了证券交易中实际证券的交易额，所以金融期货已成为一个“有效市场”，但这种策略在将来似乎不可能产生显著的利润。

我曾问在过去的5或10年里，相对于哈佛基金组合，指数化投资基金发挥了多大的作用，卡伯特确定不下来。

产品线

一开始，内部管理的证券被分为三个“产品线”。

1. 一种为高资本增长股票“基金”，它的经理看重每个公司所具有的潜在力量。

2. 一种为“价值产品”，它的经理努力买便宜的股票，不管该种业务他们是否有兴趣。卡伯特观察到，当已经到了循环周期之末，在其他股票看来都被过高估价时，购买这样的股票是很难避免的。这里需要的分析技术，涉及研究价格与收益、现价与票面价、现价与销售额及成本等的比率；涉及寻找那些陷于低价位而即将反弹的股票；还涉及比较各种股票的收益等等。

3. “壁龛”股，指中等或小公司在股票选择中，偏爱那些可能在某些时间会剧烈增长的股票。

如果时机合适，财产就由一个“产品线”转移到另一个。同样，如果某一“产品线”的经理购买确实属于另一“产品线”的股票，他就会跟另一“产品线”的经理核对以避免基本研究的重复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“去年，”1987年卡伯特对我说，“哈佛已放弃了它曾运用的‘产品’概念——价值产品、成长产品等等。现在它坚持的是一种简单的选择合理证券组合的方法。其中的20％属于今天的小规模增长股票。我们相信它们更便宜，效果更好。我们在‘工业化的美洲’投资很少。”

“我们重视整个有价证券组合的相对价值。例如，是购买道公司——一家优秀的公司呢，还是购买银行家信托公司？道的市盈率是15，而银行家信托公司是4。我们尽量保持对价值的敏感性。为了做到这一点，你必须提前行动，这样合适的时机选择将有可能完成。你必须要有耐心和毅力，应该期望该价值最终将被市场接受。我们对商业有个基本的理解，怎么样商业才繁荣，哪种生意更值得做。”

“近两年的一个变化是，我们想办法跟华尔街的经纪人断绝往来。原先我们常跟他们交谈，现在我们发现他们只能分散注意力。他们是短期投资而不是长期投资者。要得到佣金，他们就得出售。因此，我们越来越多地跟我们自己的公司接触。我们发现经纪人通常对增值过程没有远见，不管一组股票是否比另一组股票更有利可图。当然，在某一组特定股票内，比如药业，有时一位经纪人会有许多有益的见解。”

营造团队氛围

卡伯特感到多数投资经理自认为他们在内部互相竞争，当然了，在经纪人机构内，他们为了酬金而争斗。在哈佛管理公司内，由于人人都为同一投资组合工作，因此卡伯特鼓励建立一种非竞争性的、多面手式的氛围。他发现，对一位能干的经理来说，参与整个投资决策过程比在某一特定领域充当股票分析员更有吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。卡伯特要努力建立一支良好的集体判断的队伍，而不是专家们的汇集。他指出，例如："如果你不懂债券和利率，就很难搞懂经济周期以及债券与工业股票的关系。与此相类似的，如果你不懂股票，你就不可能对债券市场有完备的理解。"因此，从新手到最老的，所有哈佛管理公司的委托人都从事于整个投资过程。此外，卡伯特乐于雇用善于思考的人，并让他们经常变换工作。

哈佛的基准工资在投资业务内是竞争性的，据估计，沃尔特·卡伯特每年能挣大约50万美元。哈佛不愿公开具体数字，因为金融薪水比学术薪水高得太多了。他们有意识地引进了一种根据业绩分红的方法，当然，一个雇员不可能获得业主身份，因为从根本上看，这个企业是个合作组织。业绩分红有助于带动内部竞争，因此就显得与学院式的想法有些格格不入。

公司职员的轮转并不太频繁。早期的三个主要的成员已经各奔东西，他们是约翰·蔡斯、乔治·西格勒及宋兵。一位出类拔萃的分析师去了摩根·斯坦利公司，还有一些人已经另立门户。然而，情况还不算太坏。

在《伟大的善财》* 这本反映哈佛捐赠资金的书中，作者卡尔·维格兰德把早期哈佛管理公司的组织及对新型投资技能的重视归因于乔治·西格勒，作者说，他是普特南在哈佛管理公司的代理人。他的确使哈佛走上股票出租的路子，开始涉足金融衍生工具，然而在公司圈子里面，人们认为他在这些具体工作方面固然不错，但在全局的判断方面就显得不足。人们说他并不是真正的领袖或管理者。因此，他并没有维格兰德书中所说的那般重要。而且，普特南创建哈佛管理公司时，西格勒并不是他的全权代表；相反，西格勒基本上是卡伯特的手下，两人都按董事们的旨意办事。

那么，《伟大的善财》是否给人以误导？我问道。"那本书很

---

* 卡尔·A·维格兰德，《伟大的善财——哈佛是如何挣钱的》（波士顿：Houghton Mifflin 出版，1986 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糟，”卡伯特一边说着，一边摇了摇头。其他熟知内情的人对此也有同感。然而，这本书毕竟为这至今仍然神秘的问题带来了公开探讨的途径。

私营化

“我希望能为该账户带来丰厚收益，”卡伯特说。“但我怎样做到这些呢？我不相信通过合理选择热门股票和债券就真的符合了我们的利益。现在信息太多以至于造成了混乱。我认为按照传统的做法是不可能实现目标的。那么我们怎样达到目标呢？养老金是一种极其保守和传统的领域。养老金的经营者通常只看重在同行中的位次，而不看重绝对收益。相反，捐赠基金追求的是真实收益，而不是相对收益。因此捐赠基金经常能想出一些投资的新主意：房地产、风险资本、私下交易等等。他们行事如所有者一样；而不象受雇者——只看重相对成绩而最终难免陷入困境。因此在一个长时期内，捐赠基金的经营业绩优于养老基金。我们已经具备了一种雇主的心态而不把自己仅仅看成雇员。”卡伯特说。

“既然头脑里有这种想法，我们开始寻找那些没有被正确定价的投资领域。我们很早开始做证券出借业务，* 使我们的收益提升了一个档次。但今天的问题是，由于这样做的人太多，利润率已经降下来了。然后我们转到金融衍生产品上。我们注意到经纪业协会利用自身资本也在做这项业务，但养老金和捐赠基金还没有做。”

“现在我们已转到私人投资领域，像那些在市场上尚未过时的资产项目，如新商业冒险，杠杆购买石油和天然气资本，以及房

* 将证券出借给经纪人，以满足他们做空的需要，同时收取一定费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产业。我们发现这方面的竞争少些。我们可以组合一个很好的结构，因此回报是丰厚的。当然，这是以放弃流动性为代价的。

“我们的交易很活跃。我们做现货交易和期货套利组合。众多小交易的利润将汇成一大笔收益。许多小的利润累积起来很可观。”

“当然，也可以进行战略性、数额大的业务，但我想我们不具备那方面的专门的技巧。”

“早在10年前我们已开始将钱投到私人市场，”卡伯特说。“对于每项投资，我们都要保本经营两年或三年，直到我们看清它的规律。我们现在拥有这样的投资达7亿美元，包括房地产和风险资本。即使考虑到闲置资金的浪费，这些投资的收益折合成年率也在25%左右，因此这是一个相当令人满意的结果了。这个领域在70年代末比现在有趣多了，那时市场上的资金还不多。而今天，石油和天然气比房地产更有吸引力。

“为了防备此类投资中的诉讼风险，我们的律师觉得我们应新组建一家公司。我们这样做了，取名为艾尼斯。之所以取名为艾尼斯，是因为艾尼斯在产生之前经历了种种考验和磨难。我们有三个合伙人和五个职员负责这个公司。他们涉足了所有活跃的领域。石油、房地产、高技术等等。我告诉这些家伙：在市场上看准的，大胆去投——而不是试图拦阻资金进入这些领域。如果一个经理受命投资两亿美元于某些特殊领域——房地产或其他任何投资——他会那样做，但会得到一个糟糕的结果。为了进行良好的投资，这些人应不受任何压力投资于任何他们想投的地方。”

在1988年夏，艾尼斯的经营情况如下（以100万美元为单位）：

期货合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险资本（主要是高技术）：		
合伙关系	191	100
直接投资	117	0
房地产	142	150
杠杆收购	163	90
非现金公共资本	101	15
石油和天然气	74	3
总计	788	358

“我们拥有一批希腊名字的公司。除艾尼斯和菲尼克斯外，另一个是斐摩斯，我们用它来控制那些风险与商务收入无关的公司。”

斐摩斯是谁呢？

“我已记不太清了，”卡伯特说，(应该是指波吕斐摩斯，这位独眼巨人将奥德修斯和他的伙伴囚在洞里，并不时吃掉他们中的一个，直到奥德修斯把他弄瞎，所有的幸存者都逃了出来为止。)“我们还有拉维亚，* 一家合伙公司，由艾伦公司经营，参与风险套利。八九年来，它的利润率一直在15～16%。我们在那里投了2000万美元。”

“如果哈佛想获得超常业绩，它应投向私人操作领域而不是组合投资领域。我们大约有30种风险资本在合伙公司里。”

“我们经常尝试一下新的小主意。例如，我们有一个计算机控制的公司内部基金，和一个公司内部的风险套利基金。”

我向卡伯特请教了沃伦·巴菲特的一些观点，如他认为投入到新的风险资本在某种程度上是不可取的，外部投资者在一开始通常占有公司的一半股份，另一半被原始资金提供者如发起人、内

* 拉提娜斯的女儿，许配给了艾尼斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部管理者等人所拥有。最好等待两年或三年，等下一个熊市到来，再投到该公司，或与它类似的其他公司。原因是这时支付较少的资金就可参与企业经营。

卡伯特不赞同上述观点。“在一个公司从开始的谋划阶段到成长为 IBM 这样的大公司的历程中只有几次偶然的机会。价格最远离均衡点发生在开始，当然这时你拥有较多的商业风险，但几乎没有什么价格风险。”当公众参与投资后，主要的将是价格风险。作为一个例子，卡伯特列举了经营高技术领域投资的困难。“原因在于我们是用我们私有的资本经营它的。我们投了 8 亿美元在里面，还承诺了另外的 4 亿。在那 8 亿中，将近 3 亿是投在风险资本合伙公司或风险资本直接投资，其中大部分又集中在高技术公司。”

“对于我们来说，在公开市场上购买陌生证券是很困难的。我们不了解遗传工程公司，在这方面我们做的很不好，我们真的不懂。在私人投资界，人们一如 20 年前那样：他们仔细地全面地检查公司，与竞争对手相比较，并请教专家。要知道，你将和一种股票拴在一起三年或四年或五年，你应该认真地去了解它。但在大规模的机构投资界，今天已不这样做了。”*

“至于风险资本，我们大约参与了 60 家有限责任合伙人公司。当然，也有对风险资本的直接投资，但仅限于我们合伙人公司的经理为我们购买的部分，也就是说，在我们进入之前，购买名单已被过滤过了。在总共 100 项这样的投资里，只有五六项的情况不太好，这已大大低于我们一开始预期的数字。”

“直接从公司购买要比支付管理费便宜吗？”我问道。

“当然便宜，”卡伯特说。“通过这样的做法，我们已经避开了几次大的损失。”我又询问了房地产业的情况。

---

* 然而，本书所提及的大部分投资者还这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们认为今天的价格不正常。”卡伯特说。他认为房地产价格已接近峰值，提供给他的那些资产毫无吸引力可言，虽然哈佛管理公司大量持股于卡伯特效力并在美国证券交易所上市的房地产资本信托公司。

石油和天然气

另一方面，他认为石油与天然气很便宜，哈佛管理公司已组织人力研究不同的方案，以便能分享这次机会所带来的好处。对于哈佛来说，一个能分享油价上升好处的可行方案是参与对油气的贷款。卡伯特则认为，低价格将从市场中逐出那些成本高的制造商——美国露天矿、北海和阿拉斯加。在此之后，进口石油将占美国总消费量的一半。他在1987年觉得投资于能源可以得到大约16%到19%的总收益率，且风险不会太大。

“对于石油天然气行业，我们是有几分兴奋的，”他说。“两三年前我们开始做时一无所知。但我们知道不会有新钱投入到石油天然气行业了，钻井成本已在下降。我们觉得在一个时期过后，世界和美国都会遇到能源短缺。如果我们能找到合适的储备资金和称职的合伙人并且维持一个相当长的时期的话，我们有可能做的非常好。我们观察了几百次的交易，它们中的大部分受累于糟糕的合伙人或糟糕的交易——储备不充足。”

“最后，我们选定三四家。我们主要投资在哈肯石油公司，它是在场外交易的，实际上很难变现。我们购买时每股价格为1～2美元。去年10月份前涨到7美元，之后又降到4美元。我们希望它能成为一家独立的大型石油天然气公司。它拥有E—Z服务公司，那是一家在便利商店外面经营油泵的公司。哈肯是我们经营战略的一个主要支柱，它经常购买已被证实的储备。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“之后，我们想进入开采业，包括海上和陆上。1987 年 4 月份，一些教育机构聚集了 2.9 亿美元，其中包括哈佛的 5000 万股份，组建史密斯海上开采公司，由休斯顿的莱斯特·史密斯和纽约的乔治·贝克组成，碰巧他是赐名给哈佛贝克商业管理学校的贝克的后裔。史密斯公司计划在墨西哥湾打井，和布鲁克林联合公司的一家子公司组成一大型联合企业。这个项目计划在 3 年内，每年在海上打 10 到 12 口油井。我们很信赖在海岸线之外钻井的一家技术熟练的钻井队，一大笔资金已投进去了。”

“至于陆上部分，我们和得克萨斯的库伦家族组建了一家公司。我们正在俄克拉荷马、得克萨斯和路易斯安那寻找。那是我们的两大开采计划。我们也在一些已被探明的油矿上做小规模的投资。”

“我们也对一家大型私人钻井设备公司进行了巨额投资。这笔交易是自己找上门来的，我们把它交给了沃伯格·平库斯，他组建了一家集团。专门经营已走下坡路的钻井设备业务。他们有 16 或 18 套钻井设备。我们第一次见这家公司时它已经十分陈旧了，我们真是捡了便宜。”

“总起来看，我们希望在目前的油价水平上能有 9%或 10%的收益率，如果油价上涨将会更多些。”

购买一家大型油田服务公司不是更容易吗，像斯鲁伯格或哈里布顿？

“斯鲁伯格不符合我们的南非政策，”* 卡伯特说，“因此让我们考虑哈里布顿。如果油价坚挺的话它将有好的结果，但不会达到每年 30%。我们希望能从承包风险中获取承包收益，也就是说，30%要持续一段时期。例如，史密斯海上钻井公司发生过一些权力的变动事件，但到目前为止，这种早期的举动将为后来的工作

---

* 这家公司是在荷属安德列斯注册的，实际上还未签定苏利文原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来好处，我们获得了免费乘车的机会。从长期来看，我们知道我们正为将来收入而放弃现在收入，这些资产缺乏流动性，但却非常适合于哈佛。”

在债券投资组合方面，哈佛充分利用了外币的作用。它的方针是允许有 5 亿美元的国外债券，其中的 30%可以表现为外币。卡伯特说近来固定收入证券投资的超常业绩来源于国外债券。

如何决定持有哪一种货币呢？“通过广泛的交往，借鉴国外顾问对证券组合投资的意见。”在 1988 年早期，卡伯特相信美元会“持续疲软……因而持有许多外币，如德国马克、英镑和瑞士法朗，但那时没有日元”。

大崩溃

在 1987 年大崩溃中，哈佛指数下降了 13%，而标准普尔指数下降了 21.6%。它是怎样化解这场灾难的呢？

“在春季，股权比例大约为 73%。在春季和 10 月份之间，在一系列因素的推动下，降到了 40%。由于 8 月末市场回升，这是一次并不愉快的交易。然而，受卓越成绩的推动，许多货币经营者为 10 月份的崩溃充分投资，他们害怕失去些什么。”

“在 1987 年 10 月份，我认为我们在现金交易市场没有出售大量股票。然而，我们在期货市场上充分利用了我们专家的才能。我们认为这一点有助于我们提高在股市衰落过程中的业绩。拥有大量内部资产的好处之一是，你可以通过董事会有所作为，而如果你主要和外部经理打交道的话，是不能拥有这一权利的。在那一段时期，我们购买长期债券，在日本股票市场上做空——但结果证明是一种错误——我们卖空我们的私人证券投资。换句话说，我们通过控制这种状况，使我们在应付风险方面比仅通过中间商来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运作的人更能处于一个有利的位置。每天早晨，我们都知道自己所处的位置。我们能控制住整个事态的发展。”

关于这一点，另一位内部人士补充道，“那是乔治·西格勒问题的另一面，多亏有他，哈佛在发展期权交易管理的内部资本方面已走在前面。因此，当大规模的、迅速的移动成为需要时，哈佛当时做到了这一点。那曾经在1987年10月拯救了公司，这一点无可怀疑。”

概 括

这些不同的方法和策略在实践中是如何实施的呢？

答案是，如同一位资深投资人可能预见到的那样。不求最优，次好即可。优秀投资人是通过恰当地理解主题而后在被忽视的地方下赌注从而做到尽善尽美的，或者通过逐步在期货业里的成功参与。哈佛的方法是：以大量小交易为基础，然后几乎与华尔街的人们同时，以几乎相同的方式进入各种各样的珍品世界里。

第二个问题是，监视大额资本的人们的职责是考查，判断，更换运作资金的经理；哈佛管理公司不应被要求独自去做这件事。关于这一点，在1987年10月26日的《幸福》杂志上，比较了7家最大基金3年的业绩。其中2家很突出：耶鲁每年19.7%的平均收益率，普林斯顿的为17.7%。剩下的5家集中在16.4%和16.9%之间，哈佛居中，为16.7%，明显地落在了带头者的后面。

对23家美国最大的养老金和捐赠基金（一个懒散集团）的业绩评估显示，截止到1988年6月30日的5年里，哈佛的复合年收益率为15.3%，而排在第一位的基金为18.9%，在中位数的基金为12.1%，这个相对不错的成绩的取得，是与哈佛在1987年大量降低股本金风险分不开的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《幸福》杂志请了一大批专家对哈佛的管理方法进行评论。总起来一点是多样化经营。《幸福》举了乔治·基恩的例子。他掌握着普通基金："他补充道，头脑里要想着哈佛的方法，'我们无法想像对于10亿美元来说只有一个经理。'"问题是一个人不可能同时既是裁判员，又是运动员。如果受托人委员会有一个能干的投资委员会，可以监督外部经理人员，他们将能够使这些经理们保持活力。一位专家告诉《幸福》杂志，"他选择了小型货币经理公司，合伙人有利益在里头。"他们将很努力。但如果内部管理人员运转了几乎全部的基金，受托人又不是足够的强大，那么操作者将寻找舒适的存在方式，以成功的费用为基础。

下面是《幸福》杂志几次指出的一个观点：

> 本世纪20年代的繁荣带来了一个令人眩晕的牛市，后来，普林斯顿大学投资委员会的主席，一位名叫迪安·马太的银行家，认为股市的高价位不可能持续太久，他偷偷地把学校基金从股票转换成债券。但一年过去了，他的决定被证明是一个致命的错误，市场再创新高。然而崩溃来临了，随之是大萧条。马太的转向债券——通货收缩的保障——之举，被证明是正确的。
>
> 14年后，股票市场在第二次世界大战中期萎缩，马太又行动了，卖出大学债券的80%，转换成股票。受托人的金融委员会主席指责马太不负责任，宣称大萧条带给人们的很大一个教训是：对于大学捐赠基金而言，债券是惟一稳妥、保险的投资。马太被迫为将再次证明为成功的这次努力进行辩护，他写道："稳妥的唯一证明方式是在未来是正确的。"

《幸福》杂志引用普林斯顿基金经理的话："对于机构来说，成功的秘密在于拥有毅力、勇气、智慧和发现迪安·马太及特德·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克罗斯的运气，在投资委员会里有聪明人能理解、评判他们——如果他们搞糟的话，砍断他们的腿并关进密室。”

这种方式的基本原理被沃伦·巴菲特进入大学基金董事会这一事件所证实。1968年，巴菲特成为格林尼尔大学的受托人，希望能有助于他们的投资业。下面关于巴菲特的描述来自我最近出版的一本书：《迈达斯之触》：

> 1976年，巴菲特出席在新奥尔良举行的一次报纸业经济状况会议，他在会上发现艾科公司准备出售自己的电视台。按照联邦通信委员会的规定，巴菲特不能为伯克希尔·哈撒威购买电视台，因为他在《华盛顿邮报》拥有电视股份。因此他建议……格林尼尔大学以低价购买它们中的一个。他的第一选择是购买辛辛那提的电视台。不幸的是，格林尼尔大学委员会在如何购买上迟迟不决，最后是多媒体而不是格林尼尔买走了电视台，价格为1600万（这个举动促使格林尼尔购买了多媒体价值31.5万美元的股票，它们不久就升值了）。
>
> 巴菲特第二个想法是买下艾科的戴顿电视台。这次他决定先竞价，之后再进行相应的财务安排。他在1976年出价1290万美元，相当于电视台总收入的2.5倍。他赢了。1984年格林尼尔又出售了这家电视台，买主是赫斯特公司，价格为5000万。这次交易使格林尼尔基金总值增加了一倍，每个学生平均12.7万，哈佛每个学生为18万，耶鲁为12.1万。

哈佛管理捐赠资产的方式是新式的，甚至一定程度上成为趋势，它有一个令人尊敬的成绩。通过发展起一支对价值有着很好理解的队伍，哈佛基金应该能避免福特基金在70年代所遇到的那种大灾难。通过保持多样化经营和不同的投资技巧，哈佛应该能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免遭那些不愉快的遭遇。但是在现在的情势下，要想有非凡的成就是很困难的，因为它已不再适应大规模的长期投资——在1987年，哈佛基金成功地降低了权益风险，这是一次有趣的探索。石油变成了可靠的赌注，但不是大赌注。大型的、成功的举措需要勇敢的熟练的经理——很少是大学毕业生。

卡伯特观察到，如果哈佛做得非常好，它将会集中在私人领域而不是它的组合投资领域，这很可能是真的；然而，主要证券组合投资仍占用了85%的捐赠基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 彼得·林奇
——不懈的追求者

就一个人，没有助手班子，该怎么样来管理一笔数目巨大的资本（100亿美元的麦哲伦基金）？也就是说，彼得·林奇是怎么样比他在哈佛管理公司的同仁们干得还要出色的呢？

最主要的就是要有一位特别有才能的人。彼得·林奇就是这样一位天才，他轻易地战胜了哈佛管理公司的大型委员会。惠灵顿从来没有吃过败仗，也从未举行过军事会议；拿破仑经常说，对于一支军队而言，一位将军已经足够了。换言之，在投资和战斗这两种竞争性的比赛里，其秘诀是发现一位最有才能的领导，并给他以权力。如果他不是那种最有才能的领导，那就撤掉他，但别指望用一群能力稍次的人来取代他。人们通常会在棋盘上领悟到这个原则：一位特级大师往往能同时跟一家象棋俱乐部的二三十位成员对弈，他走到每个棋盘前，稍作停留后，走完一步，然后到下一位对手跟前。通常除了与一两位最强劲的对手握手言和外，他将大败其他所有棋手。在大多数比赛中，决策时的专心致志是取得最好结果的关键。彼得·林奇有两位研究助手：一位搜集华尔街的新闻，出席公司展示会；另一位负责给各公司打电话并参加研究会议。当问他是否想再找一位时，他含糊其辞地回答：也许……有一天……你会花费很多时间跟他们谈话。

这也使报酬更加灵活自由。彼得·林奇是位受雇者，但他知道自己的价值；而他的雇主，富达管理公司一年付给他几百万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，这个数目大约相当于哈佛管理公司那些最出色炒手所得的10倍。彼得·林奇是世界上薪酬最高的有价证券投资雇员之一。而且他的价值远远不止这个数目。

为什么这样说？要知道，事实上，自彼得·林奇1977年创建麦哲伦基金起，麦哲伦基金已成为有史以来最大的互助基金，1987年其资产达到顶峰时有120亿美元，1988年3月31日为84亿美元，它的股东超过了100万个。顺便提一下，每年要付给富达的经理们6000万美元的管理费及几亿美元的销售佣金（其中3%的销售佣金进入了管理者的腰包，没有推销员）。此外，麦哲伦每年的工作奖金都要占到其90亿美元资本的0.2%，仅此一项每年就近2000万美元。正如《圣经》的律令中所说：当公牛踩踏玉米地时，不要阻止它。股市成了林奇任意驰骋的竞技场。林奇出色地显示了他的才能，所有这些增长成绩靠的是他的功劳：林奇开始负责时投入的1万美元到1988年已值20万美元。

这位投资奇才的父亲是波士顿学院的一个数学教授，后来又到了约翰·汉考克公司。彼得3岁时，父亲得了癌症，10岁时父亲撒手西去，从而使全家处境艰难。他母亲在制造业公司上班，彼得二年级时从一所私立学校转到了当地一家公立学校——可以肯定是很好的一所。他在马萨诸塞的牛顿市上的高中。夏天，他作球童，那时他开始听说股票市场，商人们除打高尔夫球外还交换投资观点，其中有些商人的信息相当灵通。

年轻的彼得把他积蓄下来的1250美元投资于他曾听说过的一种股票，“飞虎航运”这种股票因太平洋沿岸国家空中运输的发展而暴升。他买入时价格是10美元，飞虎不断上涨，彼得卖出去一些来收回资金，然后在上涨时他又一点一点地卖出去更多。最后一次是1989年，该公司被联邦快运公司接管。他把大多数股票兑成了现金，赚的钱足够供他在费城的沃顿金融学院读研究生。

不管怎样，首先得进大学。在这儿他第二次从高尔夫球那里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到了奖赏。波士顿学院有一种专为球童设立的不完全奖学金，彼得获得了。后来，高尔夫之神再次对他绽露了笑脸：在1966年，他正在等待沃顿学院开学，又在富达找到了一份夏季工作，共有75名求职者，彼得因为曾为该公司总裁乔治·苏利文博士当过球童而受雇。从沃顿学成后他在军队里度过了规定的两年，他没有被派遣到越南而是去了韩国（他说，"在那时算是幸运的"）。1969年退伍之后，富达给他提供了一份永久性的工作，起初是金属商品分析师，从此他就一直在富达工作。他现在获得了巨大的成功，再难以为高尔夫球而挤出时间。

干了几年的分析工作后，1974年，林奇成为富达的研究主管。其时公司正陆续扩展化学、包装、钢铁、铝业以及纺织等部门的业务。这个工作为他深入了解证券业务提供了宝贵的机会。除了负责管理一个包容所有产业部门，不断走访各公司并汇集最有价值情报的积极的思想库，以此确定、筛选最有前途的投资领域之外，他还要负责一次又一次地得出想法并与实际结果相验证。此外，这一工作还要比较同一部门里大家的不同观点，并提炼信息，做出判断。

在分析师会议上，他鼓励他的同事们不要互相批驳对方的观点，用他的话说："不要批驳我对沃尔沃的观点，"而应当解释自己的观点为何是正确的。他也发现这类会议的90%是热而10%是光。"他们是那么感情用事！"……他常常还会加上，"是那么教条。"

对那些从未能真正进入证券业，但确实对这一业务很感兴趣、也许仅是经营他们自己股票的人来说，进行这样的比较可能是有用的：假如你仅仅在周末网球俱乐部打过球，但为了未来的职业报名参加了一家相当艰苦的训练营，那将会发生什么事呢？不仅仅需要几周，而是几年，你得不断学习新的技巧，新的策略，一天又一天、一月接一月、一年复一年不断地完善你的技术，在持续充满压力的条件下与一流的教练、球员们同场竞技。无论是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网球场上还是在证券业里，这种专业选手与普通之辈在技能和知识方面是绝不能相提并论的。而且，大获成功的选手通常具有业余选手们难以想像的强烈的竞争欲望。他们所得到的回报，无论是荣誉方面（主要是在同行们中间）还是金钱方面都非常可观。

到 1977 年，在富达公司作为永久性雇员干了 8 年后，林奇已经 33 岁了，被任命主管富达旗下的一个小基金——麦哲伦基金。以著名的葡萄牙航海家的名字命名的麦哲伦基金创始于 1963 年，起初专营国外证券，两年后，为阻止海外投资、扶植美元而通过的利息平衡税严重打击了麦哲伦，迫使其把方向重新确定在国内的证券业上。到 1976 年它吸收了埃塞克斯基金的 1400 万美元。林奇开始负责时只有 2200 万美元，其业务局限于几家有数的证券中，在富达帝国处于无足轻重的地位。1981 年，麦哲伦差不多有 5000 万美元，吸收了富达管理公司里面相同规模的塞勒姆基金。

林奇的技巧

跟众多的竞争对手相比，林奇主要的优势除了他天生的才智外，就是他对工作的巨大的奉献精神。林奇努力奋斗，确实如此，只要看一看他的日常工作就能发现他已经竭尽全力。结婚 20 年，他只度过两个专门假期，“我去日本，五天时间考察公司，在香港见到卡罗琳，于是我们在香港共同度过了星期五、星期六、星期天，然后星期一、二、三我又考察了香港，接着我们在中国逗留了大约两三天，然后我考察曼谷的公司，又在曼谷观光，接着我飞往英格兰在那里考察了三四天的公司。那是一段美好的时光。”然而并不是每位妻子都会认为“那是一段美好的时光！”一位曾陪他数天的证券经纪人提到，有一个国家基本上是早上 10 点才开始办事，但林奇坚持早上 8 点就考察公司。早上 6 点他因找不到交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈对象而火冒三丈。那天结束时，有人提议聚餐，林奇婉言拒绝："我明天还有 4 个年度报告要看。"这位经纪人说他从未见过那么认真地为考察公司作准备的人。林奇估计他一年的行程是 10 万英里，也就是一个工作日 400 英里，这是足以令那些全天巡游的人大吃一惊的，他与那种成天蹲在办公室里的人大相径庭。

早晨 6：15 他乘车去办公室，晚上 7：15 又坐富达公司的汽车回家（在坐了 18 年的巴士以后），路上一直都在阅读*。每天都有两三英尺的报告和推荐信整整齐齐地堆放在他办公室的桌子上等待他来处理。每次午餐他都跟某一家公司洽谈。星期六他也来办公室浏览桌上的文件，仅详细阅读其中的大约 5%。星期天早上在跟家人聚会前他可能也要阅读几个小时。

林奇发现，推荐信的长度和价值之间没有关系。最具说服力的观点常常会浓缩在一个段落里面，正因如此，精练而富有内容的报告是他最喜欢的。林奇是个不知疲倦的工作狂，我已描述了他为公司合同而做着无尽的奔波。克努特·罗克尼对成功有过一个令人愉快但又笨拙的表达："如果每个人在每场比赛都尽职尽责，底线将直接得分。"林奇用类似的情调说："如果你考察了足够的公司，干了足够的活，你一定能改变或者扭转一家处境不佳的公司的面貌，或者过一段时间后再把他们召集起来，他们会告诉你情况好多了。"这就提醒人们，林奇的基本目标是抓住公司命运发生变化的转折点，它也可以称为规划资本的时效技巧。通常情况下，在公司实质方面的变化和相应的证券市场的变动之间有 1 到 12 个月的间隔，这正是林奇所要利用的。

---

* 几年前，在他 45 岁左右时，林奇突然发现，在上下班途中的阅读使他晕车，这一情况已被人们普遍认识到。然而，林奇已找到治疗之方。他询问他眼科的一位朋友——此人是马萨诸塞眼科与耳科医院的大夫（林奇叫他"马萨人"）该怎么办，他的医生朋友为他提供了一个验方。当一个人使用周围的光线阅读时，他眼睛的瞳孔会放大，在这种情况下人若阅读眼睛就容易患运动病。如果反过来，你减弱四周的光并集中于书中的亮点，你就不会晕车。林奇现在就是这么做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须　鲸

尽管是庞然大物，但大多数鲸维持生存靠的并不是吞食大鱼，而是凭借它像大滤器一样工作的生理机制。比如说一头须鲸，张大嘴巴快速地在海洋中穿梭，吞食数以千百万计的微小海洋生物。这些东西中只有很小的一部分经鲸须过滤后进入到胃部，杂质则排除出去。人们可以把林奇看成是着黑色西装的移动的过滤器，他每日要处理上千条信息。这些信息中有些是无意中偶然得到的，就像须鲸吞食的磷虾，但其中有些信息则是林奇精心收集而来的。经纪人只是林奇的第一渠道：林奇大约要听取200个经纪人的意见。通常一天他要接到几打经纪人的电话。

一般情况下林奇不亲自接电话，打电话者们学会了给他的秘书或他的两位贸易高手留下简洁的信息。每10个电话他大约要回一个，但他只谈跟主题密切相关的。有时候他鼓励对方把通话时间压缩为1.5分钟，谈话开始时他真的按动计时器。90秒钟后，计时器响了！或者他就直接结束谈话：“对不起，我又有电话了。”很快打电话者们就知道了简洁的必要性，甚至在那么短的时间里，林奇常常能有好几次提出一些关键性的问题，他就象一位盘问者，但是以另一种方式。

鞋　皮

林奇最可靠的投资信息来自于他造访的公司。在一家大型的投资机构这么多年，他已经结识了成千上万在商业界中身居高位的经理们，他们所谋求的就是按照他们最主要的主人——机构股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东的旨意办事。此外，你得学会如何解释你所听到的。公司总裁有的言过其实，有的谨小慎微，有的诚信可靠，了解他们的类型，能给职业投资家们带来巨大的好处。他走访公司，每月 40 到 50 家，一年五六百家。当然，他要对他们进行归类，如果他去考察明尼阿波利斯的一家公司，他就想再看几家。一种有效的方法是参加由当地的经纪人组织的地区性公司会议，蒙哥马利证券公司在西海岸，罗宾逊汉弗莱在亚特兰大，而普雷斯科特和鲍尔·特伯思则在中西部举办这类会议。在这种场合，数十家公司将派出他们最优秀的人才，尽可能用最精练、最富有信息的方式介绍他们公司的情况，还有专门解答问题的时间——一种紧跟时代的好办法。如果林奇对他们介绍的感兴趣，也许他随后就亲自去该工厂。类似地，还常举行专题会议，其中最为知名的是由旧金山汉布兰希特·奎斯特公司发起的高技术公司会议，只是林奇不喜欢高科技公司。

许多公司都热衷于将它们的情况告知给波士顿的投资圈，在这个信息流中，林奇正是重要的首站。任何时候，都有 20 家左右的公司在波士顿兜售它们的资讯，时间允许的话，林奇可以每小时参加四项这类的活动。为了给大家一个更清晰的印象，下面列出林奇在 1988 年 12 月的某天他可能参加的会议活动安排表：

7：45 詹姆士·罗森伯格/凯瑟琳·亨塞尔
8：00 大陆伊利诺斯
斯考蒂夫妇
查克·克拉夫—首席投资战略家
基姆·多尔蒂—商业服务，广告
杜格·奥根特勒—污染控制
利率市场评论
LSI 逻辑系统公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9：15　摩托罗拉
9：30　西格那
9：30　迈克尔商店
10：00　罗恩·莫罗—烟草
10：00　凸面计算机
10：30　快克地产
10：30　杰里克
11：00　路易斯安娜太平洋
11：00　特雷代特
12：00　弗雷德兄弟
奥普特蒂奇
转换技术公司
斯考蒂夫妇
快克地产公司
索尼克斯研究所
费伊药店
彼得·安克尔—金属
戴夫·李普曼—药品
丹·本顿—微机/主机
安·奈特—汽车
J·罗森伯格/K·亨塞尔—地区银行
肯·加斯曼—零售
莱斯·拉维茨—化学
比尔·贝克里恩—电讯设备
苏姗娜·库克—石油服务
马克·科亨—烟草
莱斯·皮尤—欧洲粮食产销公司
2：00　大陆伊里诺斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2：30　环迪
3：30　奥普特蒂奇
4：00　安·奈特—汽车
4：30　韦尔斯·法戈
5：00　雷齐蒙
5：00　斯蒂夫·艾森伯格—休闲

林奇技巧的一个重要方面就是坚持跟他的“资料源”直接接触。富达公司有大约30个内部分析师，还有他们的助手，以及除林奇外的其他资产组合的经理们。他过去常在两周一次的基金经理与分析师全会上跟他们会面，现在则主要阅读分析师们的每日记录。一月有两次成长股股票经理会议。林奇本来只需靠此体制获取与处理信息就行了，但他还想定期地与各公司直接交流。在林奇看来，不愿做这样艰苦的准备工作的投资经理，就是在逃避工作。

当有经纪人没有提供很好的理由就向他推荐某种股票时，林奇很反感。

“彼得，我给你找到了一笔交易。”

“说吧，约翰，你是个好色之徒，但我想看看她的模样。”林奇评论道。他不理会这位经纪人先前成功的记录。对他们的推荐，林奇就像是对待无名氏从门缝下悄悄塞进来的推荐一样，他想要的是背景材料。所以他去这家公司的工厂访问。若他对所见到的成绩由衷喜欢时，他的反应是：“嗯，这真好。你必须记住，使用间接的资料是无法让你了解到这些的。否则有一天醒过来你会说，我到底在这里干什么？”

许多非职业的投资者把自己想像成福尔摩斯那样，待在他们的俱乐部里，不允许任何人进来交谈，而通过阅读和思考来破案。这些投资者认为只要他们坐在载有电视屏幕和事件记录的桌旁，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做上充分的工作，然后“美元就会滚滚而来”！哼，事情可没有那么容易。那些做法仅仅是专业人员的起点，现在他也许正是那些非专业人员的买主或卖主。为了竞争，你必须利用你所能得到的每样工具，而最关键的一样就是第一手资料。

但谁能真正掌握那么多国家、那么多行业的情况呢？完全能，林奇说。以保险业为例：“当 1977 年 5 月我接管这笔基金时，我从未对保险业发生过兴趣。但一年内，20％的基金是保险业股票。我拥有肯珀已 8 年了，我去那里访问过一次并度过了几个小时。我想了解这家企业，此后我虽然再没有去过那儿，却一直跟他们保持联系。”

网　络

所有高度成功的投资家们都有松散或正式的联盟，拥有一两个到数十个不等的成员，大家发现他们可以通过联盟交换思想获得教益。正如他们中的一位对我所说：“如果我给你 1 美元，我们两人仍只有 1 美元。如果我给你的是一个思想，那我们俩就都有一个思想。”林奇常说这些“买方”同行们，而不是股票经纪人，是他有价值想法的最好来源。当然你不会把眼下你要购买的股票告诉他们，但你跟他们交换了广泛的见解。不难理解，这些经过选择的少数买家同行，每个人后面都有数百人的经纪人为其提供资讯服务，可以说是处于这“智力食物链”的顶端，他们当然是比经纪人更丰富的信息源。

下面所列的是一些联盟之外的专家，林奇很尊重他们的意见。他们之中那些来自波士顿的人经常跟林奇一起聚会，晚餐时碰面，一年 6 次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒂德曼、克林、博尔特斯公司的乔治·博尔特斯 （纽约）

捐助管理与研究公司的威廉·波特 （波士顿）

卡西迪投资公司的肯·卡西迪 （纽约

惠灵顿管理公司的安东尼·科普 （波士顿）

账目管理公司的彼得·德罗特 （波士顿）

边疆资本公司的托马斯·邓肯 （波士顿）

米德格林联合公司的查尔·弗拉瑟 （波士顿）

理查德·戈尔茨坦投资公司的理查德·戈尔茨坦 （丹佛）

格鲁伯资本管理公司的约翰·格鲁伯 （旧金山）

卢米斯·塞尔斯公司的肯尼特·希布纳 （波士顿）

阿兹利合伙人实体的菲利浦·亨普尔曼 （纽约）

赫尔曼、乔丹管理公司的爱德华·许布纳 （波士顿）

肯斯顿·卡斯特蒂安基金的唐纳德·奈特 （波士顿）

赖特、贝恩、西思和霍尔布鲁克公司的大卫·赖特（多伦多）

联邦资产管理公司的J·大卫·马塞伊 （波士顿）

埃塞克斯投资管理公司的约瑟夫·麦克尼 （波士顿）

惠灵顿管理公司的恩斯特·冯·梅茨希 （波士顿）

互助股份公司的迈克尔·普赖斯 （纽约）

坎伯兰联合公司的奥斯卡·谢弗 （纽约）

花旗银行的阿尔伯特·斯特恩 （纽约）

普特南管理公司的马修斯·韦瑟比 （波士顿）

在最近的一本书中，他还列举了一些他最喜爱的经纪人的名字：

约翰·亚当斯 （亚当斯、哈克尼斯和希尔公司）

迈克·阿尔默里诺 （戈德曼、萨克斯公司）

斯蒂夫·伯尔曼 （乡村证券公司）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿兰·博尔特 （希尔森·莱曼公司）
乔恩·伯克 （罗宾逊·汉弗莱公司）
诺尔曼·卡里斯 （摩根、奥姆斯特德、肯尼迪和伽德纳公司）
汤姆·克里法尼 （摩根·斯坦利公司）
阿尔特·戴维斯 （普雷斯科特·鲍尔和特本公司）
唐·德希茨 （诺穆那证券公司）
大卫·艾森伯格 （桑福德·伯恩斯坦公司）
杰里·埃帕森 （惠特第一证券公司）
乔·弗雷泽诺 （奥本海默公司）
迪克·弗雷德里克斯 （蒙哥马利证券公司）
乔纳森·吉列斯 （沃特海姆·施罗德公司）
简·吉尔戴 （麦金利·奥尔索普公司）
马吉·吉列姆 （第一波士顿公司）
汤姆·汉利 （萨洛蒙兄弟公司）
赫布·哈特 （蒙尼斯、克雷斯皮、哈特公司）
布赖恩·哈拉 （布里姆、莫奈、福斯特证券公司）
艾拉·赫希 （第十四研究公司）
埃德·海曼 （塞勒斯·J·劳伦斯公司）
萨姆·伊萨里 （S·G·沃伯格公司）
李·伊斯戈 （潘恩·威伯公司）
罗伯特·约翰逊 （第一波士顿公司）
乔·乔森 （蒙哥马利证券公司）
保罗·凯莱赫 （W·H·纽博尔德之子公司）
约翰·凯伦伊 （德勒克斯·伯纳姆·拉姆伯特公司）
丹·李 （德勒克斯·伯纳姆·拉姆伯特公司）
鲍勃·马洛尼 （伍德·冈迪公司）
彼得·马修斯 （潘恩·威伯公司）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰伊·梅尔兹 （戈德曼·萨克斯公司）
比尔·米勒 （莱格·梅森公司）
汤姆·皮特里 （第一波士顿公司）
拉里·雷德 （梅里尔·林奇公司）
汤姆·里克特 （罗宾逊·汉弗莱公司）
比尔·里特格 （狄龙·里德公司）
艾略特·施兰 （普雷斯科特·鲍尔和特本公司）
艾略特·施奈德 （格鲁塔公司）
里克·施奈德 （塞莱斯·J·劳伦斯公司）
唐·辛萨鲍 （斯韦尔德、蔡夫茨、辛萨鲍公司）
斯坦·索尔伯格 （贝尔德、帕特里克公司）
奥克斯·斯伯尔丁 （亚当斯、哈克尼斯、希尔公司）
斯图尔特·斯佩克特 （弗曼·塞尔兹·马杰·迪兹和伯尼公司）
约瑟夫·斯特布勒 （斯特布勒公司）
杰克·沙利文 （范·卡斯帕公司）
大卫·沃尔什 （贝尔·斯特恩斯公司）
斯基普·韦尔斯 （亚当斯·哈克尼斯·希尔公司）

林奇大部分时间通过电话或亲自去与各公司交谈。曾有报道说，他或他的研究助手对他们所持有的大多数公司每个月要检查一遍。这就意味着将近2000个完整的电话，可能更多，假定每个电话5分钟，仅此项任务一周就要大约40个小时。

“当我确实要考察一家公司时，我就埋头钻进去：‘去年的资本支出是4.2亿美元；今年是多少？去年折旧是2.88亿美元，今年又是多少？当你把自己的工作做好后，如何管理就是一件容易的事了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找什么？

林奇不停地寻找，不断地奔波于各家公司，目的就是根据关键变量的变化找出“明显的赢家”。每当他再回到某家公司或工厂时，他的认识都会发生变化。有一年业务很糟糕，但接下来情况并不一定那么坏。“即便在一家公司刚刚放弃做平淡的生意改做其他有希望获利的生意时，你也可以赚钱，”他说。也许存货会变少。他知道酝酿中的某些东西将改变现状——一种较好的调节手段，如推出一样新产品或新服务。因此他开始购买，但不是T·罗·普赖斯购买的集团内的一流公司，也不是像沃伦·巴菲特那样购买最有吸引力的交易；而是像詹姆士·罗杰斯那样，整个集团的全部：完全有可能是几十家公司。然后，当情况变化时，他会把单子上的数目减低到几个。

我强调林奇的重点是“明显”的赢家。林奇声称，如果其他的投资者们能和他打同样多的电话，他们也能够像他一样觉察出公司运气的变化，而且也能经常认识到同样的购买机会。“你一定得保持最佳状况，”他经常这样说。

当然，在林奇和大多数投资者之间有许多不同，否则他们也就做出和林奇一样的业绩了。首先，他对资料有足够充分的理解，从而能够快速敏捷地行动，用不着费功夫去得到并不是必需的资料……这已足以保证在多数时候你是正确的。

林奇的第二个优势是，由于他对他实际的或可能的持有物的庞大的单子上的对象都作为买卖的目标加以考察和评估，因此他掌握了比大多数投资者更多的机会。大多数投资经理们论证说，既然比竞争者了解更多是超越他们的关键，那么他们就将把注意力集中到有限的领域上：“价值”股票、成长股票、日本股票、资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司、保险公司、银行，诸如此类，而且在选择的领域中也不过度进行交易。但当这个部门定价过高时——这是常有的事，那又该怎么办？有人通常倾向于认为无论如何也得继续干下去，让有价证券承受可怕的风险，要不就是在一些明显不同的低价部分扩充业务，然而这样一来，他就很容易因无知而犯错误。

林奇的技巧在于，在实践中涉足任何领域的任何股票，林奇为此交易所要做的准备就相当于一位二手珠宝商要把业务拓展到绘画、珍贵书籍、古地毯、硬币、家俱，手稿、蚀刻、商用或民用房地产、蔬菜批发所必须经历的一样。拍卖行需要广泛的专门知识，但它们有相当的成员被委以他们所熟悉领域的委托权：一个绘画部门，一个家俱部门等等。林奇可以求助于富达公司的研究部门，但他的决定全由自己做出。

林奇身高 6 英尺多一点，身材细长，体格健壮，他有一头银发，苍白的脸上焕发着英气，这都微微暗示他比安迪·沃豪尔还要英俊。他表现出来的是愉快轻松而不是优雅讲究。他穿一套棕色的花呢西服，脚上套的是黑色的翼梢鞋。一件白色、领口带钮扣的衬衣上，打着一条一英尺长的红领带。

他语速飞快且滔滔不绝，运用通俗的语言，有时甚至有点大孩子似地遣词造句：“因此我对自己说，哎呀，我在做什么？”在交谈中，他挥一只手或两只手都挥舞，有时手中握着眼镜，而面带微笑。他的大嗓门带有轻微的马萨诸塞（但不一定是波士顿）口音。

林奇认为自己是典型的易怒而饶舌——当然，是在工作之外。对他将要回答的问题，先不着边际地侃，然后又把心中所想的唠唠叨叨一番，最后他意识到他已远离了主题。当问及最终的职业会是什么时，他说也许有一天他会喜欢上教书，这点人们很容易相信。他有许多话要说，而且，我猜测，他会一直乐于谈论此道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——尤其是关于股票，当然，他也对马布尔海德及那里他的住房的整修津津乐道。

林奇喜欢描述他自己的业绩：5年，10年，一年接着一年。他指出，尽管在他的管理下基金的每股收益达20倍，在此期间仍有8次下降了10%到30%。在过去的11年里，每年他都能打破基金的平均收益，从来没有一年下跌。在1987年10月，他承受了严重的打击，到1988年3月31日，他的基金的财政年度结束时，跟下降了10.9%的道琼斯指数相比，仅下降9.6%。

就我与著名的投资者们交往的经验而言，林奇心平气和，谦逊待人，冷静处世让人惊讶。在工作和生活当中不摆架子，不出风头——当然他在工作方面是全心全意地投入。天分和执着的后面常伴随着别的东西：小时候的贫穷或者家庭危机、生理的或社会的压力、或遭受命运的打击后促使他们奋起超越对手。林奇可能受到了父亲早亡及家庭突然变故的影响，这也许助长了他的孤独感，也使他学会了为自己的命运负责。真正的原因无人知晓。今天谁还记得那位曾在波士顿生活的爱尔兰天主教徒？最为人熟知的例子是朝气蓬勃干劲十足的肯尼迪家族。林奇说，当他刚刚到富达公司工作时，那里的雇员除一两个例外，其他全是常春藤大学联盟的毕业生！他发誓要超过他们。同样的激励常使超级工作者们变得以自我为中心、主观化、专制。林奇身上并没有表露出这种迹象。他身边的人常称赞他随和不摆架子的风格。很少有人听到他提高嗓门或大发脾气。

家　庭

林奇的妻子卡罗琳来自特拉华，他们两人在沃顿相识，现在膝下有三个孩子，全是女孩。我对林奇说过，我自己也有三个女

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿，而我很满意。林奇听完后高兴地点点头："两个男孩再加上10万股IBM的股票，也休想换走我的任何一个女儿。"

结婚后，林奇夫妇在波士顿好几个地区住过。自1982年以来，他们在马布尔海德——他们很喜欢的一座港口城镇——购置了一幢宽大的住宅，它的外表很现代化，但内部装修并不完美。他们一直对住宅的内外保持更新，扩大空间，在他们朴素的屋子通过削、漆、钻、锤等增添了许多木结构部分。

林奇的医生建议他散步——天天坚持，一小时4英里。所以，晚饭后他和卡罗琳就徒步环绕马布尔海德40分钟，他觉得这使他气血流通，心情舒畅。

工　作

他的办公室在富达大厦一走廊尽头的角落里，比起在一起的其他管理的金钱数目少一些的资金经理们的办公室，这一间最大、最拥挤。

林奇办公室的拥挤程度不可比拟。倚着窗户平列着两码长的报告，前面堆放着一周来的报告，并按类排列。马尼拉的文件散放在地上。办公桌上堆放着几英尺的报纸，我数了一下大约有60个黄色文件夹，在每一个文件夹内最上面的一张通常是这一时期工作的中心，符合某些特殊标准的公司，例如有兴趣的内部购买；对某个欲回电话的公司官员要提的问题；需要扩充的注释……所有须引起注意的。我问他把这么多文件夹垂直摞起来是否为了用手取起来方便些，他显得有些迷惑不解。他从底下抽出一份文件，瞟了一眼，然后说道："如果这个人要见我——他是这一公司的总经理——我想能尽快就我所感兴趣的问题与他交谈，所以，我把它放在这儿。"我猜测那里是他用手指能尽快够得着的地方，而且，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他对那一堆东西里的每一件的位置大致都有所了解。也许在这里我们看到了人为的秩序——例如，一幢法国别墅式花园，与自然的秩序，例如一片丛林之间的区别，后者看起来杂乱无章，但对神或一位博物学家而言，则很清楚。

就连办公室的墙上也是乱糟糟的：他的孩子们的大型照片（排得稍微斜了点）、图片、广告、供参考的股券等。在这些图片里面隐约可见一部米黄色的电话，侧面是一排艺术家庭照，就像从小丘中升起了一座山峰，一台计算机放在旁边的桌子上。

在办公室里，他与同事们的谈话极其简洁。时不时地从房门外探进一个脑袋，发出简短几个音节，林奇咕咕噜噜说上一两句，那个头就消失了。对话就像 20 年代老式电影里的声音一样。

在调查之前投资

林奇技巧的本质是流动性，让他的投资组合不断变化更新。当他发现市场良机时，从不进行太多的分析，毫不迟疑地采取行动措施。当然，这既需要天生的本领，又需要有在这方面长期研究基础之上的确切的判断。曾有个被引证为超级谋略的历史故事：在萨拉曼卡，威灵顿观察到马尔蒙正带兵与他平行穿越一座峡谷。突然，他发现了一个有利攻击点："上帝！就这么干。"他把望远镜抛在一边，马上下达了摧毁敌人的战斗命令。尼罗河战争中的纳尔逊，经过数月的追逐，他观察一片海岬，发现法国舰队正倚海岸布下了防守阵式，天色已近黄昏，换上别的指挥官，或许要细加商量，制定作战计划，然后再给舰长下达命令。纳尔逊丝毫没有犹豫，……借着渐渐的微光，他勇敢地从敌人不加防备的岛屿与舰队之间的地带切入，等到法国人清醒过来，他们的舰队已被毁为碎片。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇的行动方针与他们一样，一旦发现市场失效，他会马上采取行动。如果国内汽车公司的股票看起来便宜，他就买进福特、克莱斯勒和通用。当它们上升时，他会继续购买一些外国股票——沃尔沃、本田、标致、菲亚特及日产。如果情况恰好相反，他也会冷静地反向操作。1987 年 10 月的崩溃使一家互助基金管理公司——德莱修斯公司的股价从 35 元跌到 17 元，公众担心它将会遇到麻烦。但是它的股价中有 15 元是由现金构成的，而且它的货币基金部门基础扎实，应该可以使公司恢复正常，因此，林奇购买了这支股票。他通常也会买进些许对他的“收购队”而言很值得注意的股票，因为后者会提醒他不能错过机会。

他就像一位比赛中的船长，要不断变换航向以利用风向的变化，他的投资组合永远都在变动。许多证券仅保持一两个月，上市证券平均一年至少要总体上变化一次。林奇觉得他的工作越出色，周转率就越高。

从技术的角度看，这就带来了一个有趣的问题。林奇大约有 1400 种证券，其中最大的 100 种代表着一半的总资产，最大的 200 家代表着 2/3 的总资产。在一个普通的工作日，他的交易大约是买进 5000 万美元、卖出 5000 万美元。要做成这么巨大的生意，他只有三位交易员。巴里·莱登买进，罗伯特·伯恩斯负责抛售，安尼塔·斯图尔特则辅助他们两人工作。通常，在每位交易员的账簿上有 100 种左右的股票，也就是说，林奇想买进 100 种，如果他能用较便宜的价格得到的话；他还有 100 种须售出，只要它们的价格合乎他的要求。他的交易员都对价格很敏感。跟许多其他的大版交易员有所不同，他们不是立即进行大宗股票交易，他们会在股票行情不利于他们时，撤回他们的出价，直到市场恢复。如果他知道有一起极具竞争性的大型订货，一般他将会退出市场，等待下一个有利时机的到来。林奇的交易只有不到 5%是大于 1 万股（而许多的机构经理们经营的是 10 万股的大宗股票）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇的策略是，从许多别的投资者们认为属于价格反常的情况中寻求获利。在那么多的证券及未来证券的单子上，任何时候他都会认为有数十家应该出售，而另有数十家价格疲软应当抓住时机购进一些。在这里，林奇的技巧截然不同于其他的大多数投资者，而是类似市场创造者，他们操纵着一二十种证券，他们已适应了他们的股票变化的节奏，以及引起它们变化的因素，因此他们把这些股票不断地买进，卖出，买进，卖出，年年如此，一次次从中间获取无穷无尽的小利润，在这个过程中逐渐累积财富。然而，最大的不同在于，大多数的投资专家们最多同时经营 20—30 种股票，林奇则经营数千种，并且不断翻新。

林奇相信老交易员法则：如果你因期望发生某种事而购进一种股票，事情又没有发生，那就把该股票卖出去。华尔街对这个思想有一种讽刺式的表述："投资是没有结果的投机。"你基于某种期望而有了某种想法，但你错了。那么现在你丝毫没有理由继续拥有该股票，应当迅速地把它卖出去。林奇说他常常一眨眼的功夫就卖出去了。"你不会被不属于你的东西的价格上涨所伤害，而你真正拥有的东西才会毁灭你。"

"在我买的股票中，3 个月后，我仅对其中不到 1/4 的部分感到乐观。因此如果我碰到了 10 种股票，我会愉快地把 10 种都买进来，然后再进行调查研究。也许随后我不喜欢其中的几种，但我会继续保有我喜欢的几种，增加他们的数量。你看一眼就知道，公司在不断地变化：竞争有可能加剧；有问题的工厂可能出售或倒闭；具有竞争力的工厂也许会发生火灾。因此，如果你细心考察，就能发现那些基本的东西是变化的。"

"即使它们不变化，股票也可能从 20 美元跌到 16 美元。或许我已以 20 美元的价位买了 1 万股，那现在我将以 16 美元的价格再买进 10 万股。如果我考察 10 家公司，我也许会对某一家比较感兴趣。如果我考察 20 家，那就能发现两家。如果考察 40 家，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能发现4家。如果我考察100家，我可能发现10家。如果其他人能和我考察同样多的公司，我认为他们中间90%的人当听到同样的消息时，会跟我一样‘哇’地叫一声，也能够做出同样的购买决策。在这桩业务里，你必须得是个好听众。当然，仅访问一次也许还不能做出决定，一两年以后就可能做出判断。”

私人投资者相对于专家的优势

当一个消费者考虑要购置一样重要的家庭用品，比如烤箱时，林奇说，他会仔细研究。他会向有这种工具的朋友询问，并在《消费者导报》上查寻。同样地，当他想买一座住房时，他会请一位建筑师来看一看房间的结构及线路布置，并且还要查考一下当地的教育体制是否正在走下坡路。但当这个人购买一种股票时，他常常是蜻蜓点水，一点研究都不做。

但个人购买者“应当”比职业购买者拥有“一种难以置信的优势”。他有的是时间，能集中精力，能像他购买自己的住房一样付诸研究。如果他必须每个月或者每个星期都买入卖出，他会疯的。

同样地，林奇建议个人投资者应当对他们认为良好的零售产品、服务业、食品供应公司做详细的记录。他以个人的亲身经历给出了些例子：塔克·贝克、沃尔沃、苹果计算机、邓金·唐纳兹、皮尔第一出口，以及哈尼斯等。

意外之喜

购买者常为在房地产方面的成功而感到惊讶。你做了一次不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错的投资，价值在提高，你什么都不用干，它还在进一步增高。林奇说他在股票上的经历与大多数人在房地产上的类似：意想不到的收获是最好的结果。他的购买没有特别的长远目标。股票升值了，行情仍然看好，那他就再握一段时间，然后它又有所上升。例如，当1981年福特公司抵销股利时，林奇购买了，并且仍然持有。10年前他买驻足商店的股票，7年多以前买了克莱斯勒。购买克莱斯勒9个月后，他意识到形势比他当初购买时要好多了。他购买了克莱斯勒，过不久传来好消息，然后上涨、再上涨，一点一点地那种股票升值了20倍。林奇赚大钱的股票通常都是意外的惊奇。与此相反，每当对相反情况的第一反应是"天哪"时，他已经损失了金钱。做事很少能如愿以偿。

问一问竞争对手

林奇有一项为大多数优秀的投资者所欣赏的策略，那就是向被采访者打听街对面他的对手的情况。一位竞争者对一家公司的严厉批评并没有太多价值，然而竞争对手们对某家公司赞美就值得注意了。例如，其他的钢铁公司这样称赞努可公司：新的规则，新的人手，干得不错。林奇做了一番调查，然后就购买了它的股票。没有人比竞争对手更了解一家公司，它得为创设新产品、占领市场份额与这家公司天天斗争。约翰·坦帕尔顿有一标准公式："如果你不想为你目前的公司工作，那你最想去的是哪一家？"有次林奇访问联合旅社，他被公司管理人员对他们的竞争对手拉克塔汽车旅馆所怀有尊敬深深触动。就在第二天他马上与拉克塔通了电话，过了不久他又亲自前去造访，然后在三周时间里，他把麦哲伦基金总资本的3%投资于该公司。

向公司经理们打听他的公司以外的情况还有另一个意想不到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收获：关于它的供应商或消费者的投资观念。建筑工人们认为销售比通常认识的行情要好，这就促使林奇开始考虑森林产品、水泥、石膏或建筑房屋顶部的材料。

访问希尔斯公司，他可能会发现地毯的销售情况正在改善。若到一位零售者那里看一看，他或许会发现鞋子卖得不好。但胶底运动鞋却很畅销，随后呢？斯特利得-莱特专为小孩制造皮鞋，购买了尤尼罗尔的分公司斯皮瑞，以及托普赛德。但真正为之效力的是凯支，作为全部链条中的一个环节，为斯特利得-莱特带来了一半以上的收入。林奇为没有买到锐步而懊恼不已，“然后我说，‘嘿，我有一位朋友参与了整个事件。’许多有趣的事情就这样发生了，你不得不睁大眼睛。”因而他购买了斯特利得-莱特公司，并因此获利。

林奇指出，跟你交谈的人对行情真正了解的程度大小将产生不同的结果。如果一家钢铁公司的老板说将迅速改善工厂的状况，这是个可靠的讯息。但如果他说纤维光学业务将有重大进展，那也许你最好应当向更有证据的人那里寻求证实。然而很奇怪的是，投资者们很容易地就被对真正的秘密并不懂的不同产业的头面人物所引诱。

内部购买

当公司内部人购买自己的股票时，林奇就很仔细地观察。一位内部购买者，他说，有许多出售自己公司的股票的理由。他或许是为了购买房子，或者增加现款，或者从事股票期权。但内部人购买的唯一理由就是赚钱。可以放心地假定，只有在有了充分自信的依据之后，内部人士才会购买。林奇观察到，一家公司只要存在大量的内部购买是很难破产的。林奇尤其在寻找被中层的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部人士抢先购得的萧条股票，这要比总经理都介入的情势更为乐观。

富达公司现在有一个小组专门跟踪内部人交易。他们从纽约证券交易所和证券交易委员会收到报告并加以提炼压缩，然后印出表格，标出过去内部购买的情形。在内部交易报告中购买类大约有 85 家公司，抛售类大约有 50 家，这只有当许多董事开始出售他们的股票时才具有意义。如果一位官员为购买住房把他所拥有的 1 万股售出了 1000 股，这没有什么意义。然而，如果他拥有 45000 股而把 40000 股售出去，同时其他几位官员也抛售出去了相当数量的股份，那这里面的意义就重大了，需要进行调查研究，或许有必要采取行动。

增 长

对林奇而言，增长理所当然是一家公司首要的优势，而成长股股票是他的有价证券当中最大的一类。在一定时期内，任何一种股票的价值都可能被高估或低估，然而，成长股股票决非他持有的有吸引力的唯一股票。因此卖出或买进也顺理成章。但是，一谈起增长，林奇尤其关注单位增长，甚至超过了利润增长。T·罗·普赖斯，增长股票投资理论的最早倡导者，寻求在每个增长商业周期利润较高的公司。然而，高利润可能是由于物价的上涨，也可能是由于巧妙的买进造成的。林奇季复一季、年复一年地寻求的是实际单位销售量的增长数目①。

① 年度报告可能标明也可能不标明一家公司的单位销售量。如果不标明，以往的证券分析家有时会跑到工厂里清点拖拉机的数目，或是向人打探内部消息。今天这一办法不再实用了。我自己的那家定位于增长的企业，是通过将两个报告中的比率相乘来估算单位销售量的增长值：零售边际收益率与总资产周转率……后者是每销售一美元产品所需资金投入的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇指出:“想赚钱的最好办法便是将钱投入一家近几年内一直都出现盈余，而且将不断成长的小公司。”

气魄要大

林奇强调的这一点投机家们都能理解。投资者最主要的目标是应当避免重大损失，偶而的一次巨大的胜利能抵销许多次小的失败。受管制的账户的持有者常常把这一点搞错。他们有这样一种心理：一位有 100 万美元的信托受益人看着这张账目表，他看到许多年前以 3 万或 4 万买进的股票现在以 10 万或 13 万卖出。很好，这是他给该银行付酬所要求做到的。再进一步检查，他会发现一幅令人沮丧的景象：美洲公司的股票从 6 万美元跌到了 3.5 万美元!太可怕了!这中间 2.5 万美元的损失可以满足妻子购买一辆卡迪拉克的要求，而他拒绝了。为什么要付给弗拉特伦特信托公司报酬来购买那种拉圾股票，可恶!

对这种情况，弗拉特伦特信托公司的回答是可以理解的，那就是不再冒任何危险。然而，林奇指出，那是一种自毁前程的反应。他说:“如果你有 5 种股票，3 种下跌 75%，一种上涨了 10 倍，一种上涨了 29%，那么这五种股票仍然会令你干得很出色。……因为这么去做，你在上涨 10 倍的这种股票上已赚足了钱，远远抵销了你那些下跌 50%、75%甚至 90%的股票所带来的损失。”实际运算可以这样进行：假定 5 种股票每种以 100 美元买进：

赔本	赢利	最终结果
100 美元－100×75%＝25 美元	100 美元＋100×20%＝120 美元	
100 美元－100×75%＝25 美元	100 美元＋100×900%＝1000 美元	
100 美元－100×75%＝25 美元		
300 美元变成 75 美元	200 美元变成 1120 美元	500 美元变成 1195 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇进一步注意到，小公司股票要比大公司股票更容易赚取大百分比的收益。对道·琼斯工业指数上的股票而言，要上涨三倍比美国证券交易所里的小公司难多了。

高增长，高收益

林奇指出，以较高市盈率出售的公司比以较低市盈率出售的公司更易下跌。然而，如果你掌握了真实情况的话，在以较高市盈率出售的公司里你将赚到更多的钱。假设收益决定股票价格，他举了个例子：一家公司以 20 的市盈率出售，每股赢利 1 美元，即共 20 美元，每年以 20%速度发展；另一家公司以 10 的市盈率出售，每股 1 美元，即共 10 美元，以 10%的速度发展。一年以后，第一家公司将获利 1.20 美元，而第二家公司为 1.10 美元。在第 10 个年头，第一家公司获利将达到 6.19 美元，而且如果它仍以 20 的市盈率出售，那市场价格将是 123.80 美元。如果像过去常发生的那样，假设市盈率下降至 15，那么，市场价格是 92.85 美元。

在此期间，那家利润增长为 10%的公司将获利 5.29 美元，意味着 25.90 美元的市场价格，仅为第一个高增长公司的 1/4 左右。

耳语股票

林奇认为，最恐怖的陷阱之一就是购买了一家振奋人心的公司的股票却没有获利。他还记得曾经买过数十家公司——如果这些公司的理想前景变为现实的话——他就能赚 1000%的钱，但每次他都赔了进去。美好的新故事总那么诱人，就象他说的“只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煎得滋滋响的声音，却看不到牛排。”每次他都想咬下去，却每次都失败。

林奇曾经创造了一个有用的投资概念——“耳语股票”，林奇会看上这些公司，因为他的消息来源——通常很可靠——低声告诉他：“我有一家很好的公司，但规模太小，不适合基金投资，不过你可以考虑自己投资。”

可靠的资讯都会介绍一些动人的情报，如果谁成功，谁就是大赢家。生物反应，从牛淋巴中提取抗元；斯密斯实验，发明了从木瓜树中提炼医治背椎环节软骨脱位之类病的药物。他还提到了阿尔汉布纳矿业公司、美国太阳王公司、美国手术中心、阿斯贝蒂克工业公司、鲍马公司、科姆迪公司、联合电路公司、维利特微计算机公子、国家保健公司、电视电话公司、特里龙公司、帕里曼公司、太阳世界航空公司等。林奇说，他在这些公司上也无一例外地赔了钱。

别弄糟了

林奇认为下述两种公司是不同的：其一是，聪明地把业务扩展至他们的知识与技能仍能派上用场的相关领域；其二是，疯狂而无计划地买进，经理们希望能够控制，但事实上却不能。通常情况下，林奇认为，把公司的超额现金用来购回他们自己的股票比用来扩展到可能带来麻烦的业务方面更为明智。

热门股票

林奇最想避免的是最热门行业里的最热门股票——它们受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人的特别关照，投资者们相互之间都在谈论它们……最后价格暴跌。他随便举出了几家原先的热门行业：数字式钟表、汽车旅馆、医疗保健组织、廉价的遮地式地毯公司、磁盘驱动业、石油服务业——当然也包括施乐公司。在所有这些情况下，高增长是竞争的沃土，当该公司为了保持市场股份而花费掉巨额资金时，公司的利润率就下降，并陷入财务困境，而且由于每个证券分析者与投机者都从事这门股票，它的下降幅度会更大。

不可或缺者

合适的最基本的投资标准，林奇认为首先要寻找以低的市盈率出售的公司，它们的收益率应为15～20%，其次，该公司应当有一个强大的且易于理解的业务特许权，这样它才不至于被某个强人控制。

与大多数投资者不同，林奇偏爱人人都能经营控制的简单业务。其他的投资者们喜好激烈竞争领域内有着出色管理的高等业务，即所谓的“运动员”型——例如宝洁公司、3M公司、德州仪器、道化学公司、摩托罗拉等——经过数十年成功的奋斗，它们已经形成了有效率的队伍来利用机会、争夺市场，并通过创制新产品来推动增长。毫无疑问，你真希望自祖辈起就持有这些公司的股票。对林奇而言，问题在于你不需要固守任何美妙的东西，只需要一个以低价出售、经营绩效尚可、而且在股价回升时不至于分崩离析的公司就行。用他的话说，他需要的是有相当能力和自信的经理们可以接管、在信息充分的条件下能够经营、几年内不至于破产的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理还是事业

像布里斯托-迈尔斯或梅尔维尔这样20年来利润稳步上升并不是事业本身的性质。如果有这种现象，也许那并不是管理而是事业本身的声誉所致，尽管管理也相当重要；但他们没有机会证实这一点。“也许最终我会发现他们相当聪明，即便他们并不是约翰尼·卡森。”

一家公司所拥有的某种独一无二的特征——避龛，证券人士们这样称呼——可以减少人们对该公司管理方面的担忧。他引用了福特哈佛公司，* 回收废纸并制造新纸在市场上占统治地位的公司；国际服务公司，一家殡葬屋连锁公司，稳定地购买新居住区现存最好的殡葬屋；邓金·唐纳兹，在自己简单的业务里不断发展；雷吉斯，最大的时髦商店的独立连锁店，专事商业中心；罗基韦尔公司，制造邮费计量器。他说他梦想中的公司（可能有点离奇），是缓慢发展行业里的增长型公司：它符合上面所说的条件。

同样的理由可以解释林奇为何对高技术公司不感兴趣：它们可能不错，但如果你不真正了解它们，它们也不会让你受益。“我怎么知道某些人的无意识记忆比另一些要好？”他问道。对此问题你可以回答说，有些分析家正在试图了解这些问题。但这些人通常都是专业人士。

---

* 后来被一家私人公司通过杠杆收购的形式兼并了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不固步自封

除了这一点以外，林奇几乎没有任何拘束。我们曾看到他购买殡仪馆和汽车旅馆的股票，许多他钟爱的公司的名称或许能令守旧的人惊慌不安。

克拉克·巴勒公司	活力小子
国际奶酪女王公司	皮克·萨夫公司
邓金·唐纳兹公司	塔斯蒂烧烤公司
原装配件公司	杜兹·罗尔公司
拉孔塔公司	玩具公司
国家卫生公司	WD40

上述大部分公司的实力要比人们想像中更强大。"活力小子"，费城一汽车零部件供应者，事实上已有75年历史，而且仍然在发展壮大，因此，林奇看好此公司就不足为怪了。"原装配件公司"，25年来利润在增加，其市场资本化以10亿美元计。"国际奶酪女王"有7000家批发店遍布全国各地，它正在用自己的收入购回自己的股票。

林奇说他具有一种优势。因为许多他的竞争者们并不寻找购买的理由。它们寻找的是不购买的理由：公司实行了工会化，原西德具竞争力的新产品问世，从而挤垮他们，或者其他的理由。有许多偏见影响了大多数投资者对行情的通盘研究。"要挣钱，就得发现别人未发现的东西，就得做别人因心理定势作祟而不愿做的事。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灰色事业

林奇认为，由于许多事业本身令人生厌，由于大多数投资者对它们敬而远之，反倒能够以有吸引力的价格买进。他以“国际服务公司”为例，它已发展了许多年，但受到了市场的忽视，直到有一天它拥有了全国5%的殡仪馆，当华尔街留心此家股票时，它已上涨了20倍。另一个例子是“查尔斯·里弗·布里丁实验室”，深受波士顿社会所爱，它的业务是饲养供研究癌症实验用的老鼠。还有一例，安全克林公司，位于汽车加油站房，专门清洗油腻的汽车零件。

走出国门

国际投资的无效性令人吃惊。林奇曾访问过瑞典的一家大股票经纪公司，公司里没有一个人曾去过沃尔沃，尽管该汽车公司距哥本哈根仅200英里。在瑞典，沃尔沃就相当于IBM、通用汽车、通用电气。在英格兰，五六个分析家能在一个月里访遍所有的大公司，而这种情况在德国、法国、香港或者泰国就很少发生。

由于市场效率不高，如果你有胆识，很可能会在国外进行大宗交易。

林奇的胆识使他毫不迟疑地向国外投资。他把外国公司与国内的同行加以比较以便从中做出决定：福特、萨伯鲁，还是沃尔沃（曾一度是他最大的股票）？宝洁还是尤尼弗？尤尼罗尔还是米西林（在那儿他打了一次棒球）？

阿卡兹或杜邦？“你可以利用价格做套利生意。考虑折旧，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以算出总厂的账目，比较阿卡兹与杜邦的折旧率。如果阿卡兹有4%的折旧率而杜邦仅为2%，那么你会意识到阿卡兹的利润被低估了。

德国的公司税仍是50%，而其他国家则低得多。因此德国将不得不削减税率，否则人们将在西班牙或爱尔兰建立他们的工厂，那里的税率较低。因此，投资人可以预期，德国的公司最终的盈余会随着赋税环境的改善而好转。

瑞典仅有几家保险公司的证券上市。当美国保险公司获利率提高，保险费上涨之时，大家都预期这些公司将在世界各地大赚其钱。然而，斯堪的纳维亚公布的业绩仍然不佳，而它的竞争者已被淘汰出场。股票在利润回升之前是不会升值的。林奇抓住时机购买了这些股票，从而获得了八到十倍的收入。

林奇说，他在欧洲的成功机会要远多于在美国。购买3个月后，他仍对至少一半的欧洲公司感到满意，而美国的公司则仅有1/4的尚可。"法国的经纪人是可怕的，"他说："你仔细地分析一家公司，就会发现那些经纪人制定的目标很难实现。他们不知从哪里变出了那些数字。"

在国家当中，林奇对那些其他的资金经理们感到不安因此不想投入大量资金的国家最为中意。比如说意大利，它的存款利率在全世界名利前茅，几年前引入了互助基金概念，这将有助于把大量的金钱引入到股票方面。当林奇在米兰交易所购买IFI时，那家公司将菲亚特汽车和其他公司持股价值的40%并入公司资本。SIP是一家电讯公司，以现金流动量的1.5倍出售。换言之，意大利的公司的股价相当便宜。

西班牙？他持有不少特莱弗尼卡与恩德萨公司的股票。

墨西哥？墨西哥电话公司很合口味。

林奇最高兴的是他能在其他美国投资机构之前买进外国股。其中的一些股票有巨大的资本市场，能够吸收巨额的投资。当这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个过程持续足够长的时间，该股票将会被过多的美国人所有时，那就到了转移目标的时候了。

坚持己见

他购买美国的股票同样运用这种原则。正如他曾经说的："我只想一个人承担这些事。如果你错了，导致基金买进了这种股票，其他人会立刻溜之大吉。但如果你是对的，那也没有什么——股票无论如何还得上升。"

就此而言，它也适用于整个市场。他喜欢投资大众焦虑不安的市场，正如一句老话所说的，市场"爬上了忧愁之墙"。他指出："有各种各样的担心，担心暴跌，担心臭氧层，担心新总裁，担心干旱。"所有这些在他看来，表明市场一切正常：1982 年情况十分糟糕，市场降至谷底。"当各种消息看起来很可怕之时，正是在市场上赚大钱的好时机。"他曾经这么说。他曾经不顾他所观察到的不利的工业形势，买下了一系列的半导体公司的股票。他说："如果我是正确的，那我可以赚 400%，如果我错了，我可能损失 60%。"多好的差额！"只要这么去做，你有可能赚 20 倍，而你充其量损失 100%。这一点大众并不理解。"

法则与简化

林奇直率而直觉地排斥了许多被誉为成功捷径的投资公式。许多信托公司喜欢采用经济概况和产业配置的方法以取代知识和技术，而林奇却避免使用这种方法。他对貌似博学的繁累的经济分析与市场分析也不信任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此出发，他不相信过时而又诱人的“现代证券组合理论”，它的核心意思是你不需要理解你所购买的公司，但你可以把他们分门别类，然后按类别进行交易。

那么趋势、动向又怎么样？“不，”林奇说道：“我不在乎股票在上扬下降，还是倾斜。”然而，有一种例外：抓住转折点。这对林奇很有吸引力。他想在一家公司财务状况好转前的一瞬间进行部分投资，等到转折真正开始时，再增加他的股份。

林奇不太关注公司的股利策略，用他自己的话说：“股利不是我的目标。”

不能仅仅因为某种股票下降就购买（即所谓的最低点购买），林奇认为那是一种可怕的错误。如果 6 个月前的联合非多的市场价格是 50 美元，而现在值 20 美元，那这肯定是廉价商品！但当它在 40 美元、在 30 美元时，同样如此，当它可能降至 10 美元时仍有交易可做。你一定得对它的真正价值有清晰的概念，并以此为惟一的根据，而不是根据最近的股市行情作出判断。

思路要开阔

林奇希望自己所处的状态是这样的，以 20 美元的价位买进 A 公司的股票，而不以 30 美元购买 B 公司的股票，然后，为了购买 20 美元的 B 股，他会在 A 股升到 30 美元时把它抛售出去。他指出，几股小利润加在一起也是一笔巨大的收入：“涓涓细流，汇成汪洋大海，”他说。他是个相对价值论者，而不是最大价值论者。“我从来没有做出过任何大决定，”他曾说过：“我甚至从未想过要做出什么大决定，我喜欢每天做出一些小决定。”换句话说，一年做出几百个决定，这样即使你错了也不会太离谱。相反，根据平均利润法则，只要你比普通的投资者优秀，你肯定能准确无误地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前进。"但当你错了的时候，你必须得知道，然后卖出去。我买的大多数股票都是一个错误。"

一年 15 分钟

林奇说："我一年大约花 15 分钟时间进行经济分析。在股市赔钱的原因之一，就是一开始就研究经济状况。我每年也会花 15 分钟考虑股市的走向。但过多的、貌似精明的伟大想法会把你引入死角。"

他发现，基于经济预测的担忧根本没有用处。"我们不做经济判断，"他曾说："我们这里不需要人来说，现在将有一次衰退，所以不要购买电子业股票，或者我们将要遇到一次繁荣，所以应当买科尔普特—帕尔默利弗的股票。没有人打电话告诉过我 1980 年和 1981 年的衰退。"他冷静地说。

林奇注意到人们常就经济、股票市场的前景等等一些宏观问题向他请教，但没有人回答得了这些问题。即便有人能做到，但像宝洁或高露洁这样的公司也不会受到如此波动的影响。可是如果情况相反，有人购买了一家内部存在矛盾的公司的股票，甚至在大好时机也有可能失去他所有的钱。

"'6 个月后的 GNP'是一句空话。'胶底运动鞋情况如何？'这才是真正的经济学。"

期 权

对期权、期货及其他所谓的衍生型工具他也尽量避免。这些东西需要过多的成本，将吞掉大量的利润。林奇哀叹期权市场吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收走了曾一度流入较小公司的资金。期权市场是一处巨大的昂贵而又无用的赌博场所，这些钱应提供给那些真正需要资金的小公司和新公司（尽管林奇自己也承认，他在对新公司的投资中有过痛苦的经历。他喜欢对人谈起那次对一家小航空公司的投资：人们预计它将起飞，可是它却坠毁了。）

接管与杠杆收购

“关于接管，我们得到的内部消息都是错的。”林奇曾经说。他付出了200，得到了0。他对我说：“我曾接管过几家公司，但都让我大出意外。”通常他对杠杆收购很愤慨，因为，他说，它们妨碍了投资大众全力参加衰落后的复苏。其道理在于：让我们假定几家公司都以20元出售，然后由于市场滑坡或其他的坏消息影响，它们都降至8元，最糟的那种股票再没有复升，但稍好的几家重新调整并反弹回来。

但如果没有那种事，该股票可能上涨到40或50元。因此，大众承受了损失。

这种痛苦的经历容易发生在二流公司的股东身上；吉列或施特林药业或克拉夫特公司有那么多对之感兴趣的股东，因此股东们能得到一个公平的价格。

办公室里的分析

林奇认为，掌握一家公司的数据当然有必要，但只以资产负债表分析仍是不够的。“根据统计得出的廉价的结论，很有可能是个真正的圈套，”他说，“账面价值可能误导人们，比如说可口可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐的资产负债表不会列出其商标与标识的价值。你可能有一家2000亿美元资产和1亿美元债务的公司：看似不错，但也许有一天资产变得只值5000万美元。因此，即使数字事实上也可能是主观的。”

“然而，”他说，“当我购买时，如果这家公司有一份良好的资产负债表，那就能给我一种巨大的优势。如果它没有好转，我可能会损失投入资金的1/3，但如果它真的好转了，那我的确能做得很出色。”

林奇认为，有时他把某项投资几乎全损失了，那常常是由于他没有密切关注资产负债表的变化。

计算机

林奇不相信计算机将替代优秀的分析家。原因是，发现一家公司干得比预期的要好才是最重要的。没有什么能比一个电话更快地搜到这种信息。如果林奇给某个公司打电话，了解到其业务正在恶化，并且决定出售，一位购买者也许通过电话也了解到同样的消息。然而，只有了解经理的人，才能对他的话中语气有更深的理解。“我告诉你，你接触到的有些人经常是乐观的；而另有些人则总是悲观忧愁，他们的忧郁或许会让你觉得应该处于空方。如果你真的这样做了，而且市场也如你所愿，仅通过计算机是无法估计这次衰退将持续1个月还是1年的。”

分散投资

林奇把传统的基于经济“概况”的信托公司的那一套东西统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统抛在脑后，它们把投资组合分为周期性的、公用事业性的等类别，而林奇则完全避免在股票和准备金之间、在产业部门之间做有意识的“资产分配”。

然而，对他的证券组合，林奇有自己独创的见解。在股票当中，林奇分了四个基本类别。在有些外部股东经过研究后对他指出资产的类别之前，林奇管理麦哲伦资金已有三四年了。他最初并不是按照那些类别来购买证券的。

1. 成长型公司，林奇谋求从中赚取两到三倍的利润。

2. 低价资产的赌博，“价值”股票或收益稳定增长的热门股票。林奇希望从中迅速赚得 1/3 左右的收益，然后他可以立即转移资金。

3. 特殊情况及萧条的周期性股票。

4. 防御型股票，林奇对它的偏爱超过现金。当市场行情降到最低点时，如果一位市场投资者用现金的方式拥有其证券组合的 50%，在市场行情好转时，他可能要错失许多行动良机。

在某种程度上，林奇也认为，某种股票价格便宜要比关于市场明年如何运作的流行概念真实可靠得多。尤其当许多股票价格便宜，或者大多数股票价格便宜时，在一位没有经验的评估人看来，整个市场都将价格下跌，而不是相反。

林奇从不持有实际现金或现金等价物。然而，林奇喜欢持有稳定产业中有巨大收益的保守股票。它们不会受到经济下跌的重大影响，尽管当市场上升时，它们上升得较为迟缓，但当市场下跌时，它们仍能支撑得住。这种类别大约包括 100 或 200 种股票：食品公司、广告机构、电话及天然气公益事业、财政公司、零售业。这种类别，由于他并不寻求重大收益，所以也是他资金周转最快的一类。“如果一种股票因一场巡回演出或其他原因价格上涨，而最基本的并没有变化，我将抛售它并增加这一类中其他股票的投资。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建 议

林奇愿意为即将到来的一年的股票市场的最好前景做一个预测吗？是的。他认为，成长股股票的市盈率将在标准工业股票平均市盈率的1至2倍之间浮动。而近期成长股的股票一直是在与标准工业股票相同的市盈率的价位上出售的，所以很明显，成长股股票还拥有很大的升值空间。用林奇的话说，“我认为，如果你持有高质量、中等规模、增长平稳的成长股公司的股票，你会因此致富的。”

执 着

总而言之，林奇一直着迷于股票市场。引用他的妻子在一篇文章中的话说，当林奇还在沃顿商学院时，在她与林奇的第一次约会中，林奇自始至终的谈话全是股票与股票市场。的确，在任何领域，后来的巨大成功都需要青少年时代对这一领域的投入与奉献：在体操上获得奥林匹克金牌，在国际象棋上击败俄国人，象毕加索那样画画（不管他自身修养如何），成为纽约芭蕾舞团的明星，创办一家大型的电脑公司。林奇就是这些人当中的一员。伟大的成功通常总是需要执着的投入。换句话说，不管某一事业是否值得献身，如果你尚未达到热爱它已经到了除此之外不想做任何事的程度，你就难以取得伟大的成就。正如一句古老的法国格言所说，“精神的欢乐会释放能量。”由技巧带来的欢乐就是林奇的秘密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 结论

要在股市上取得非凡成就，通常有三种途径：

1. 买进便宜的股票并在这些股票被合理定价的时候抛出：价值投资。

2. 买进那些可以一直增长的公司的股票并持有它（如想了解一些有较大增长的成长股股票的例子，请参阅图5）。

3. 发现全新的投资领域。

极其便宜的股票通常都笼罩在阴云里，或者说可能是被暂时忽略了。股市常常夸大坏消息，所以，当一家公司受不利形势的影响，其真实的前景下降了1/4时，股票的价格可能会下降一半。因此，在价值投资中，有吸引力的股票通常是那些崩溃于坏消息的股票。最好是证明坏消息本属误传，但真正的坏消息也有好的一面。同样的道理也适用于好消息，在此我有一句格言，“成功高于一切。”*

股市中通常的买进—卖出的价值游戏的节奏是四年一个周期，更确切地说，这一周期一般持续四年左右。在股市处于谷底时，几乎所有的一切都是不可思议的便宜，而在股市处于顶峰时，几乎所有的一切都被难以置信地过高定价。因此，我先前的一本书《金融大师》中曾研究过那些伟大的价值投资者，他们通常也有一个四年的买入—卖出的循环期（对于《金融大师》中提及的

* 这也是解释那些好高骛远者在现实中常常跌落尘埃的原因之一：他们并非如他们想像的那么伟大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖的成长股投资者，只要他们手中的股票能保持良好，他们就一直持有下去——有时会持有数十年)。我不太了解周期的规律，事实证明，对于今天的某些大师们而言，这一周期可能很短：短到只有几个月，或者只要一项购买达到了预先计算好的价格水平，任何时间都可以。但这是一个很难为普通的投资者追随的法则，并且，无论如何，交易成本在这一期间会上升。

《金融大师》中描述过的成长型投资技巧对本书中的金融大师们来说仍然适用，只是某些价值投资技巧是不同的。一般来说，短期投资是一种傻瓜式的游戏，仅使得经纪人富有；然而今天最伟大的价值投资者们也能够从中暴富。

紧追不放

肖特·威凭自身的资历而出名，是一个著名的猎手。他打猎的技巧就是紧追不放，他一旦射中了一头动物(使用一种较小的布须曼人的稍稍浸过毒的箭)，又疑心别的动物也在附近，他会让受伤的动物随意地跑掉，接着射中另一个，甚至另一些动物，直到所有的动物都几乎像睡眠时一样地死去为止。接着他回过头来收获他认为已经死去的动物。他几乎从未丢失过猎物，因为他的眼睛特别尖锐，他能发现一块烂地或石头堆上的冰冷的脚印。他能分辨出是风还是走过的脚步将落叶弄乱……*

在本书中我们发现的技巧即是所谓的“紧追不放”：在有限的

* 伊丽莎白·马歇尔·托马斯：《无害的民族》(纽约：阿尔弗雷德·A·诺普夫，1959)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间内，不断地扫视兽群，以便逐个射中新的股票，而不是做长期承诺。例如，这里就有一些关于传统的长期投资模式与今天的障碍滑雪表演家的技巧所作的对比：前者以沃伦·巴菲特、菲利普·费雪、T·罗·普赖斯以及拉尔夫·旺格为代表，而后者由乔治·索罗斯、迈克尔·斯登哈德、彼得·林奇以及约翰·耐夫（有时）为例。

长期投资者	“紧追不放”交易者
1. 保持长期趋势	时刻跟踪变化
2. 为长期持有而购买	不断转手
3. 进行少量的逆向操作	尽可能逆向卖出
4. 如果价格过高，等待获取其红利收入	如果股票超过其自身价值将迅速卖掉
5. 偏好所熟悉的现有证券	“货比三家”，毫不留情
6. 把鸡蛋放在同一只篮子里	注意分散投资
7. 形成自己喜欢的投资哲学并坚持它	毫无偏见
8. 熟知某几个大的股票品种	对许多股票都知道不少
9. 形成有用的规则和方案	避免公式化
10. 了解每个公司的内部信息	购入成批股份，合起来构成主题
11. 熟知内部管理信息	不太担忧管理问题
12. 相信稳定的长期增值的魔力	冒险快速跟从
13. 并不太担心你买卖的准确价格：在五年或者十年的持有期中这应是微不足道的	无论买还是卖，都对价格非常敏感：这种价格非常关键，要用许多交易乘积累加求得平均数

在“紧追不放”技巧中，试图在一个转折点切入，并为以后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的售出设立一个精确的目标的方法，仅仅被像肖特·威一样有权威的大师们在其顶峰时期才成功地运用过，这也需要较频繁的转手，意味着高昂的交易成本，并且要求操作有着高超的技艺。因此应当遵循着更进一步的原则：总是在价格削弱时买入，在强劲时卖出。这要么需要一个价格敏感的经纪人，要么小心地设定买卖的数量。

乔治·普利姆普顿在他的一个"职业性爱好者"实验中，和一个职业球队一起训练。他需要做的动作很简单：从中间得到球，并向后转把球传给其身后迅速跑过的队员。数年来，这个队为此磨练那些技巧的快速性和准确性，结果普利姆普顿根本无法完成这个动作：在后面队员数尺之内飞速跑过之时把球快速地传递过去。在与一流对手比赛中，应尽可能发挥你应有的潜力。这正如投资家如索罗斯、斯登哈德、林奇和耐夫正在做的事情。然而非职业炒手很少能发挥出这么高超的技艺，并且会错误地认为拥有这种技艺将代价高昂。

成长还是价值？

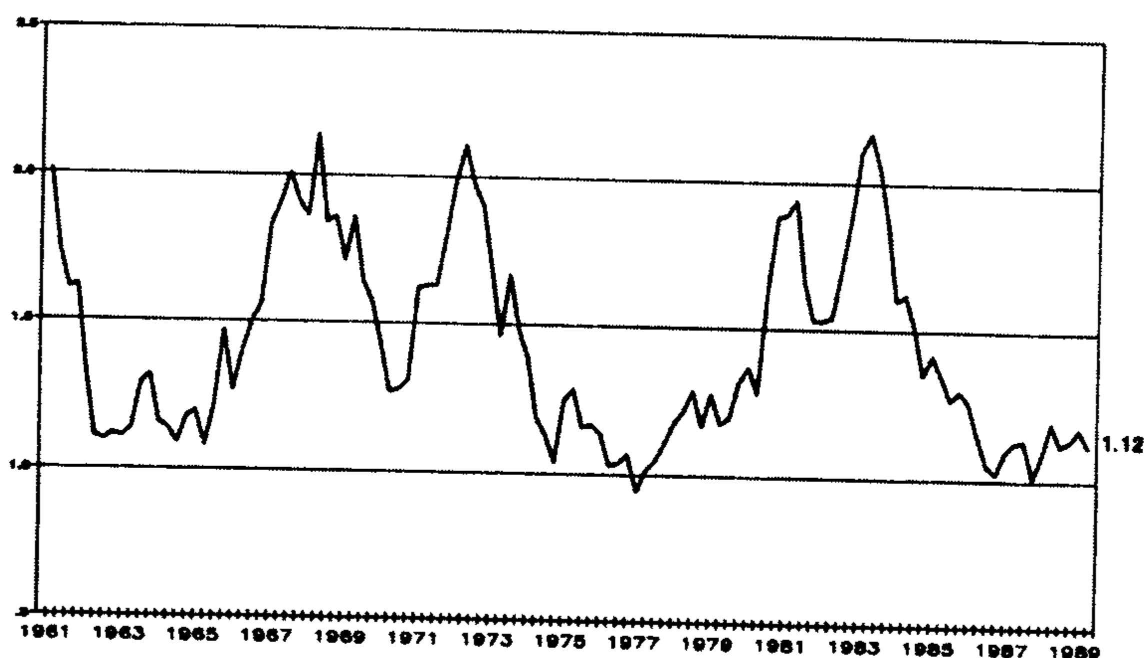
成长股和价值投资这两种方法在今天哪个更有效呢？

图 4 中使用新地平线基金的数据表明，从整体上看，成长股的市盈率大约是标准普尔平均指数市盈率的 1～2 倍。新地平线基金大体上可以代表成长股的总体特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评价成长股价值的一种方法

新地平线基金（只投资于成长股票）与标准普尔平均指数的市盈率之比。



此图是为了说明基金的平均市盈率（未经过加权）与标准普尔平均指数的市盈率之比，每股收益的数值是由基金的投资顾问们根据每季末数据估算得来的。

来源：T・罗尔・普赖斯联合公司

因此，在 1989 年中期，正当道琼斯股指似乎不比任何其他股票或债券更有吸引力的时候，也发生了成长股票比债券和标准工业股票的价值似乎更好的现象（正如林奇和耐夫所观察到的那样）。有人极有信心地预测：在一定的时间内，一流的成长股票的市盈率将会增长到道・琼斯股指的 1.5 倍，并且不久很可能增长到道・琼斯股指的两倍。

要计算成长股票的收益率是不容易的。一种办法是设计此种股票在相当长的年份里的收益额，之后假定这些收益额随着所有股票整体水平上下波动——“回归平均值”。之后再计算采用多少贴现率能把收益减少到现行市场价格水平。这给定了收益率指标。正如我在本书中写到的那样，我认为成长股票基本预期收益率应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过20%，这个数字比短期公债、长期债券或者道·琼斯股票都有吸引力。

投资者应该对可比较的收益率指标的计算采用通行的做法，其策略在某种程度上取决于当时这些指标的相对地位。

寻求变化

许多投资者，比如詹姆斯·罗杰斯和拉尔夫·旺格以及前面所述的T·罗·普赖斯和罗伯特·威尔逊，都是不断探寻他们可以利用的趋势变化——“自下而上”的方法。普赖斯巧妙把它称之为“寻求有利于增长的肥沃土壤”。他和上面提到的其他人首先关注着他们屋外的世界：增多的日本摩托车的影响是什么？一种新的监管环境的影响是什么？你之后可以用产业资源的变化加以核对，并着手投资于特定的公司。

把握趋势变化的另一个办法是彼得·林奇使用的。他亲自与各种公司不间断地谈话揭示着一定程度的变化——“自上而下”方法（正如前面提到的，他也建议从生产和服务中寻找投资思想，尽管对他来说那只是个“小插曲”)。不论是哪一种方法，变化总是投资者所希望观察到、并且能在其他竞争对手之前加以利用的。

新的投资领域

许多最卓越的投资者都有自己的一种新方法，这就好像一位艺术收藏家发现并利用某种被人忽略的类别：美国的原始艺术，漂流世界的脚印，贝壳，鲸骨上的雕饰，非洲雕塑，剪影，海地民间绘画，如此等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，在本世纪30年代中期的大危机之后，普通股变得最有吸引力，恰恰是因为患恐惧症的信托公司不愿意让人说他们从事投资业务。于是几位开业者，比如保罗·卡伯特，根据那种简单的想法就建立了金融财团，之后，本杰明·格雷厄姆制定出自己的理论并试验一系列规则，使得购买特殊类型的公共股票是如此便宜，且几乎不会亏本。数十年过去了，格雷厄姆方法令人信服地奏效。他发表了他的方法和结果，但当时没有人以他为榜样。直到我写了《金融大师》之后，新格雷厄姆的信徒们才成几何级数般地增长，使得这个领域人满为患。

T·罗·普赖斯推广了成长股票的思想，设计了一系列购买该类股票的原则。到本世纪60年代末这种方法变得极其盛行，同时成长股票大体上也变得价格高昂。

菲利普·卡洛特和另外一些人集中研究被人忽视的场外交易市场并取得了明显的成功。

第二次世界大战以后，几个果敢的精英意识到日本注定要成为巨大的工业强国，意识到它的那些最好的公司将同我们的通用电气公司、福特公司、咨询公司一样成功，当时这些公司正在发行的股票已被各方面评估，市盈率在3～4之间。一批投资者知道情况确实是这样，并敢于凭智慧行事，都很快地大发了一笔数目惊人之财。最近有些人注意到意大利的经济奇迹，詹姆斯·罗杰斯发现了一系列经济上冒尖的国家。

最近名声不佳的米科因先生通过开发一种低级公司债券（垃圾债）而发了一笔财。

换句话说，过去总是尽可能地注意被忽略的技巧或者被忽略的投资区域。读者会合情合理地发问：那么今天是否还有？是的，我看还有几个。

一种似乎突出的交易技术是卖空，尤其是现在做卖空交易可以免除资本利得税。我猜想索罗斯是对的，并且杠杆收购专家们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的蜂涌而来，必将最终把金融市场成长股票推到至高点，确实会如同1987年中期发生的那样。类似的蜂涌云集曾于1972年到1973年把“一次性决策”成长股票推到了顶点，随之而来的是令人惊恐的迸裂，按照索罗斯的说法，杠杆收购的迸裂之后将是又一个杠杆收购高潮。

一旦理解了这些股票价值，就会很清楚地看到，一家公司(或一类公司)的市场资本将在什么时候大大地超过一个富有经历的私营企业——这区别于由经纪人组织的联合基金——愿意持有同样商品作为投资的支出水平。因此，在一定时候应当有一种空头机会发生（最好是等到暴跌实际发生之前：我们从日本的情况可以看到，太高的股票仍然能继续走高)。

判断上的错误会使卖空者花费一大笔钱财，同时巨大的财务问题也会强烈地打击他。针对此种情况，一种相反的措施是格雷厄姆大量分散化技巧。本杰明·格雷厄姆坚持认为：为了安全起见，投资者应当尽可能地买入每一种符合其准则的股票。这将减少“把几个鸡蛋放在同一个篮子里”的危险性。相反地，当卖空的股票疯狂地上涨时，投资者应当尽可能地拥有最广泛的分散路线。若一个10%的抛空差额上涨了五倍，你会觉得十分不利，以至于在错误的时机卖光所持股票以抵偿欠款，担心价格继续上涨会把你抛入贫民窟中去。如果你的空头限制在1%的范围，你会无所谓地注视着大锅里不断冒泡的情景。

尽管如此，卖空仍是一种极其令人忧虑的事。这种操作技巧只能由专业人员来做。我觉得将来从事这种职业的合伙组织将变得更加有限。最好的卖空交易者似乎是那些专门从事卖空交易的人，因此我希望看到更多的合伙组织只做卖空交易。

还有其他的投资方式吗？农场一度被认为是最保守的投资方式。今天在国外的某些地方仍然是这样。美国一大部分农场连同银行家的投资，处于十分绝望的境地。然而正如詹姆斯·罗杰斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所观察到的其他国家的情况那样，没有农场主的美国是不可想像的。因此农业一定会充满更大的吸引力，或者至少可以令人刮目相看。我可以凭经验证实这一点，但这又是一个高难度的游戏，只对那些经验丰富的、亲手接触过的职业人员适用。因此购买原始的农业土地，而不是经营农场似乎是最安全的。

总是有些领域，以前繁荣兴盛，但现在却不受欢迎，以至于几乎没有信托机构愿意考虑它们。但是你要记住一般原则：以前成为时尚的东西将再度成为时尚，因此只要你有胆识、头脑灵活，你总会发现机会。

艺术品本身也总是发生各种问题：如“是否值得收集”等等。然而，这是另一种类型的机会，适合投机而非投资。从定义出发，投资具有内在收益的令人满意的回报，因此即使没有市场也可以是一种较为称心的持有方式。如果你通过改变人们想法的方法来推动股价上升（或下降），那只是投机而已。

国际投资

如果说所有美国货币资产投资于海外的比例，必须大体上符合主要外汇市场的资本化程度的话，那么大部分美国机构资产组合应当投资于海外。但是，由于地方沙文主义的作用，上述情况不会发生。尽管如此，上述的比重在未来的几年里肯定要上升，因此美国机构资产组合应当继续流向海外。如果你能提前将自己置身于即将出现发展的地方，你会做得相当出色，而基金投资是最容易的方式。人力资源高于任何其他资源，因此从经济学的角度出发，应该向环太平洋国家投资。中国是那个地区的经济酵母，因此有前景的地方是那些接纳中国人较好的地方，如泰国、印度尼西亚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样你可以考虑对海外经济增长最快的国家投资，即使它们已经被人发现，也不为晚。这里，基金又是较便利的投资方式。

投资机会：O=V−P

所有的投资机会都存在于价值与感觉的差异之中（机会=价值−感觉）。也就是说，如果你觉得某种东西值得交易，并且价格被严重扭曲，你就会获利。

因此对于任何一种策略而言，首要的规则是："你必须理解价值。"当然，这取决于你对要投资的公司数据的充分研究和了解。众多投资者和股票经纪人却并不明白他们所买的公司股票的平均成熟期、公司使用的折旧率、边际利润的可变性、存货周转率（这似乎不可思议，但是大多数人甚至未理解募股章程以及公司的"10K 特性"）。依据詹姆斯·罗杰斯线而制成的利差总分析表是一个极出色的开始，它是基于一个人细心关注事物变化的假定而制成的（当我从事利差分析的时候，有人常常花费数年时间做工业利差分析）。除了数据外，公司的第一手材料是极端重要的。如果投资者不能花时间从事上述分析的话，应当请别人代为投资。

交易时机选择

怎样才能够抓住总体市场行情的涨落呢？大师们的意见并不一致。乔治·索罗斯、迈克尔·斯登哈德、菲利普·卡洛特、约翰·耐夫，以及其他一些人，包括沃伦·巴菲特和本杰明·格雷厄姆，能够而且确实在股权和保护性资产之间根据股市的高估或低估而不停地转换。另一方面，彼得·林奇和拉尔夫·旺格，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及菲利普·费雪、约翰·汰姆普莱顿认为策略并非常常奏效。

因此，很明显这里没有固定的规则。

对于交易者，尤其是保证金交易者来说，如果他在行市的相反方向被套时间太长将会被淘汰出局。这时没有挽回的余地，因为时机的把握是最关键的。然而对于一个合格的股票采集者来说，这未必是对的。如果一个人相信好的股票在20年里上升20倍的话，尽管有时会出现1/3左右的跌幅，他也会决定随这一行业的起伏而起伏，而决不是间断性地购买，去赚取一点额外收入。像彼得·林奇或迈克尔·斯登哈德这类交易者能够以最有利的方式进行买卖。但是长期投资者如T·罗·普赖斯或菲利普·费雪之类（还包括沃伦·巴菲特，主要因为其核心资产）则会认为你很可能超过自己的智力限度：你可以完成一个灵巧的销售，然而往往是你会在股票价格再次过度上涨到来以前，无法保证能再次买入。

大多数出色的股票分析家皆是很差的市场行情分析者，反过来也是这样，像击球者和投掷者的差别一样。但是一个蹩脚的市场分析者仍然完全能够通过股票分析获得成功。的确，总体市场下跌的最好信号是到处都有价格被明显低估的股票。

如果你试图选择市场时机，如何着手呢？首先，测算一下股票与固定收入证券的相关性。例如1989年初如果你拥有道·琼斯工业平均指数，你将会获得大约8%的收益。但是此时无论短期公债，还是高质量的公司债券都将获得9—10%的收益。因此，相比之下，标准工业股票并非是特别有吸引力。

然而，像索罗斯所强调的那样，投机行为的存在只是因为人们对投机的渴望。因此，你可以在原则上是正确的，也可以不与市场各个时期保持同步性。别为此而担心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互助基金怎么样呢？

你或许会得出结论：尽管很难仿效大师们比如彼得·林奇或者约翰·耐夫的技巧，但是你可以通过投资于麦哲伦基金或者温莎基金而购买他们的一份劳务。同样你可以投资于米查利原始资本基金、旺格的橡树子基金、索罗斯量子基金（对外国人）等等。换句话说，难道好的基金不是一个令人满意的投资方法吗？回答是肯定的。基金管理是个人投资者低成本投资的有限几个区域之一。但是今天对困惑迷茫的投资者来说，可投的基金比我进入股市的时候纽约股票交易所的上市股票还多！因此，如何选择基金将是个问题。

首先，投资者必须在基金活跃期内找到一个合适的基金。不要等到成长股票或高技术基金刚刚上涨之后去购买某成长股或高技术基金。换句话说，此时购买那种投资基金不合时宜。很少有哪个基金会在许多连续时间段里表现出色的。可能的情况是某年跑在前面的基金将在第二年落后。第二，“基金”一词可能被误导：事实上，在其背后都有个人存在。应该调查，基金管理中的关键人物是否仍然在位，并且像以前那样总是表现出色。

基金投资的最大风险是在牛市终了之前，市场即将像落潮似的崩溃时，投资者却跳上了猛涨的基金。本书以及前面的书中提及了如此类型的几种案例，包括杰丽·蔡的曼哈顿基金，在当时为最大证券承销商，在1973—1974年危机发生之前，处于一种最后时刻的投机狂潮之中。基金持有的大部分资产垮掉，或者在随后的下跌中垮掉，因此那个基金陷入了一种灾难。本书乔治·米查利的一章描述了原始资本基金的涨落，由弗雷德·卡尔负责的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似的基金也使投资者损失了一大笔钱财。*

第二，避免过多的费用。千万不要购买“超负荷”基金——附加一种佣金出售的基金。只购买定额基金，以不高于其历史平均折扣水平为准。注意兑现条件和费用，以及高转手率的费用。每年25%的转手率就相当高，然而大多数基金3倍于此，费用由自己承担，这样每年会花去2%的资金，这只对经纪人有利，对投资者并无好处。

第三，一家出色的小型基金比如1亿美元，通常比大的基金为你做得更好。一家出色的基金将由于变大而变得普普通通。因此你必须不断地寻找资金的代理人。的确，良好的基金将会变大的可能性，意味着投资者应当尽早地发现其优势，以便在其辉煌时期投入。这与股票投资极为相似。但是要做到这一点并不容易。投资者应当列出一系列候选对象，之后细心研究那些看起来适合当时情况的基金。

第四，良好的绩效将最终吸收太多的货币资金。比如，彼得·林奇通过越来越小的利差战胜市场，同时他的基金成长为巨型基金。在前7年里，利差收益为每年26%，这时资产额处在较低的数亿美元水平上；在他最近的五年间，每年利差仅为2.2%，而资产超过50亿美元。

---

* 安德鲁·托拜斯最近的书（《注意！你需要的惟一投资向导》）中指出如下投资方案：抓住一颗升起的明星

然而在市场中取胜还有另外的方法。两种成功的互助基金：“20世纪精选”和“20世纪成长”。它们通过投资于热门股在竞争中取得胜利。如果公布的销售和收入额开始加速增长的话——别介意为什么，也别介意其他人在消息发出以前已经预期到——购买这些基金，也别担心价格。再者，如果不希望忽略某种股票，这些基金将仅仅购买那些交易额处于增长势头的股票。福布斯谈及“20世纪”的詹姆斯·斯托尔说：“他想证明其他投资者对此感兴趣，他想要看到市价的上涨。”福布斯引用斯托尔的话说：“如果你是惟一了解这个基金的人，那么将什么都不会发生。”或者，如福布斯援引约翰·梅那德·凯恩斯的话（没有平均投资者）：“当对选美比赛结果进行打赌时，别赌在你认为最漂亮的女孩身上，而要赌在其他人认为最漂亮的女孩身上”。

当然，如果你喜欢这种模式，你或许会让“21世纪”为你操作，从而使你发财。

此书（事实上非常有趣）出版于1987年10月，在这个月里“20世纪成长”几乎下跌了1/3，而“20世纪精选”下跌超过1/4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有这些都需要作细致研究。许多服务机构向你提供这方面的帮助：发行特别的期刊，如《福布斯》和《货币》，每月认缴额服务以及付费的私人顾问。如果你依靠基金期刊或认缴额服务，这些都相当便宜。你仍然需要作大量工作使自己自信起来。他们的建议应当被当作某种提示，而不是办法。

我分析了纽约国民银行提供的基金选择服务的操作和结论。纽约国民银行的投资部专门从事互助基金业务。这种分析，采用了《华尔街日报》评论的形式（见附录12）。我发现雇佣国民银行挑选良好基金的费用大体抵销了由此可获得的绩效利益，但是它能分散风险，不必担心害怕，可以肯定地说，这是有价值的。

除了绩效以外，如何评价基金管理呢？一个有益的线索是经理本人每季和每年所作的情况说明。他们常常夸夸其谈，但要是没有弄明白这些人确实在干什么的话，就很难读懂诸如拉尔夫·旺格给橡树子基金的投资者的信，或者乔治·米查利给原始资本的投资者的信，以及沃伦·巴菲特给伯克希尔·哈撒威的股东的信。我已将本书所谈及的大部分经理的股东报告摘录于后，以备查考。读者可以把这些与其他人所遇到的情形相比较。

当然，有一种情形是基金投资几乎不可避免的：实际上，投资者不可能再以其他方式卖空补进。这或许包括了远东和高科技区域。可以预料到的是，只有专业投资者才会知道如何在一个遥远的大陆或者超过其能力的商业世界里投资，诸如在科技革新的前沿投资。本书中的大部分大师们（不包括菲利普·费雪）承认曾被高科技所迷惑，这很可能构成了市场上的低效率。因此我认为，尽管使用专业基金可以达到特殊目的，但是对于大多数读者来说，可能需要依靠自己去进行系统化的成长投资或价值投资，同时为达到特定的目的而运用特定的资金。这是一种有趣的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于公司还是投资于基金？

大体说来，寻找一个好的公司与寻找一个好的基金差不多一样难。我觉得这对大多数读者来讲也是适用的。好的公司并不像基金那样依赖于单独的个人，不像基金那样容易成为超大规模，可以保持长期优势，并且节省了重重额外管理费用.

带有科学性质的证券分析当然并非简单的事情，但在形式上，购买那些价格具有吸引力的成长股票将是十分简单明了的做法。这里是几种成长股票的图形（见图5），鉴别、购买和跟从这几个股票并不比选择出色基金难上多少。优秀的公司有着巨大的优势：它是一个整体系统，具有完善的管理、可靠的资产以及可以理解的企业特许权。你不是对一个人的外表押注，你必须保持驾驭一切的状态，以确信公司不会出现麻烦。但是这同样适用于基金。

业 绩

所有资金管理者的总业绩图似乎比整体市场的表现要好得多。因而明显证实了古老的扑克笑话：“你小心玩吧，伙计们，说不定我们都能赢点什么。”这当然是不可能的。大多数资产组合比其平均表现要差；他们的集体绩效是平均值的表现，它被巨额的交易成本所冲减。接下来发生的事情是不成功的经理与成功的经理混在一起。因此，共同生存的统一体展示了其极好的纪录，那些失败则从计算中抹去。或许可以用如下统计资料打个比方：尽管你所见到的餐馆看起来都做得挺火，而全美国餐馆的4/5在其第一年是亏损的。同一位置不断有人接管，直到有人最终取得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功。因此，如果你观察这些现存的餐馆，你会得到一个脱离现实的良好印象。这对于投资经理们来说也是这样。正如我提到过的那样，基金可以被重新分级：落后的股票基金可能会成为优良的平衡基金。

无论多好的短期业绩都比不上长期稳定的业绩，后者会形成一种惊人的力量。我们假设有个名叫彭尼赛夫的年轻人，他每年向免税的养老金计划中投入 2000 美元，共持续 8 年；资金的增长率是 10%（这不算什么）。第一页的表格表明：当他退休时，已经非常富裕了。

适度稳定的成长最终将使你富裕。任何其他策略，尤其不时引起严重下降的策略，可能将致命地干扰着这种现金流动，尤其是当它发生在资金匮乏的时候更是如此。

因此，我们的目标是出色的业绩，却必须以其长期的业绩来衡量。没有比综合增长率更好的指标了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

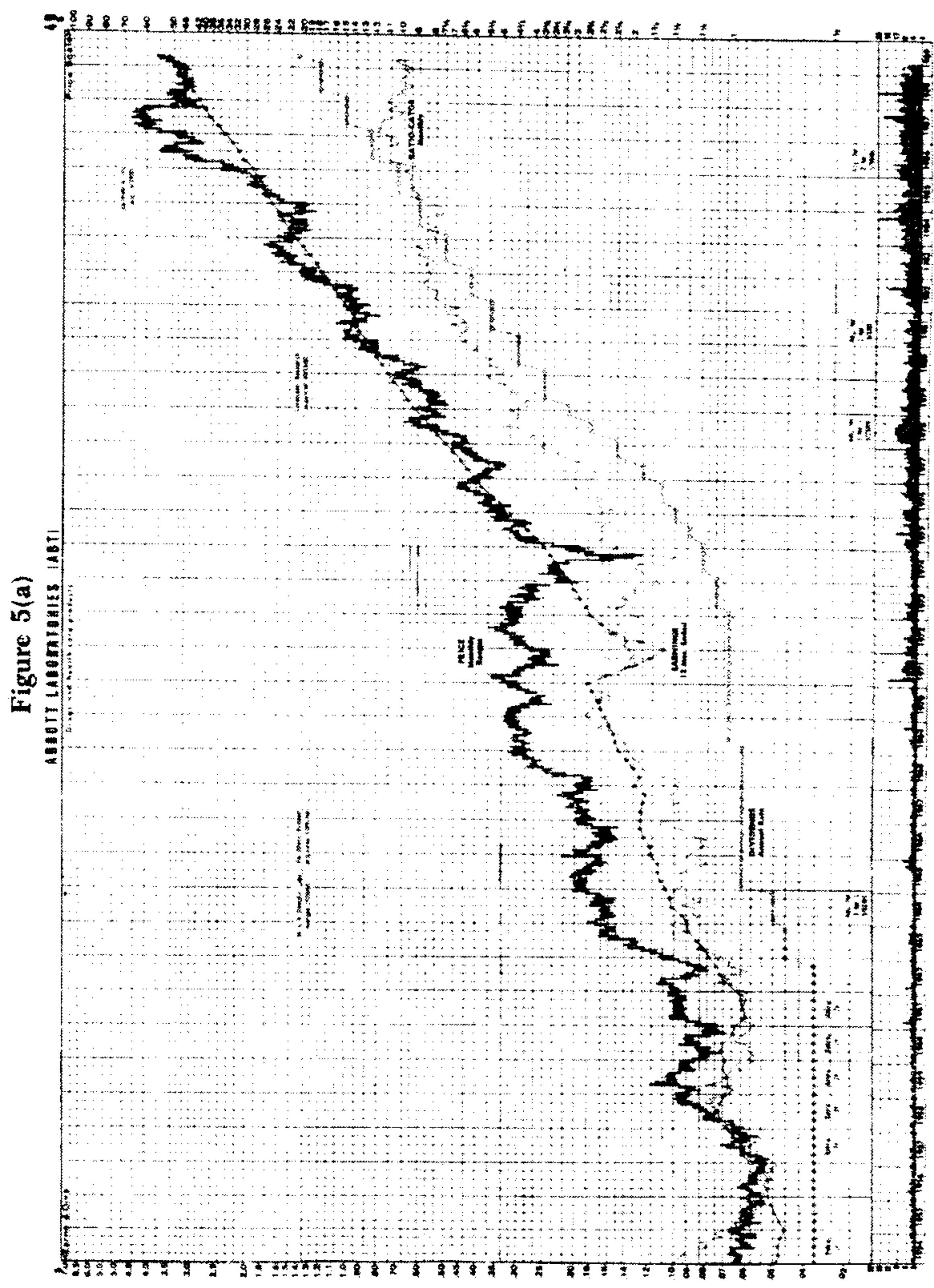


图 5（a）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

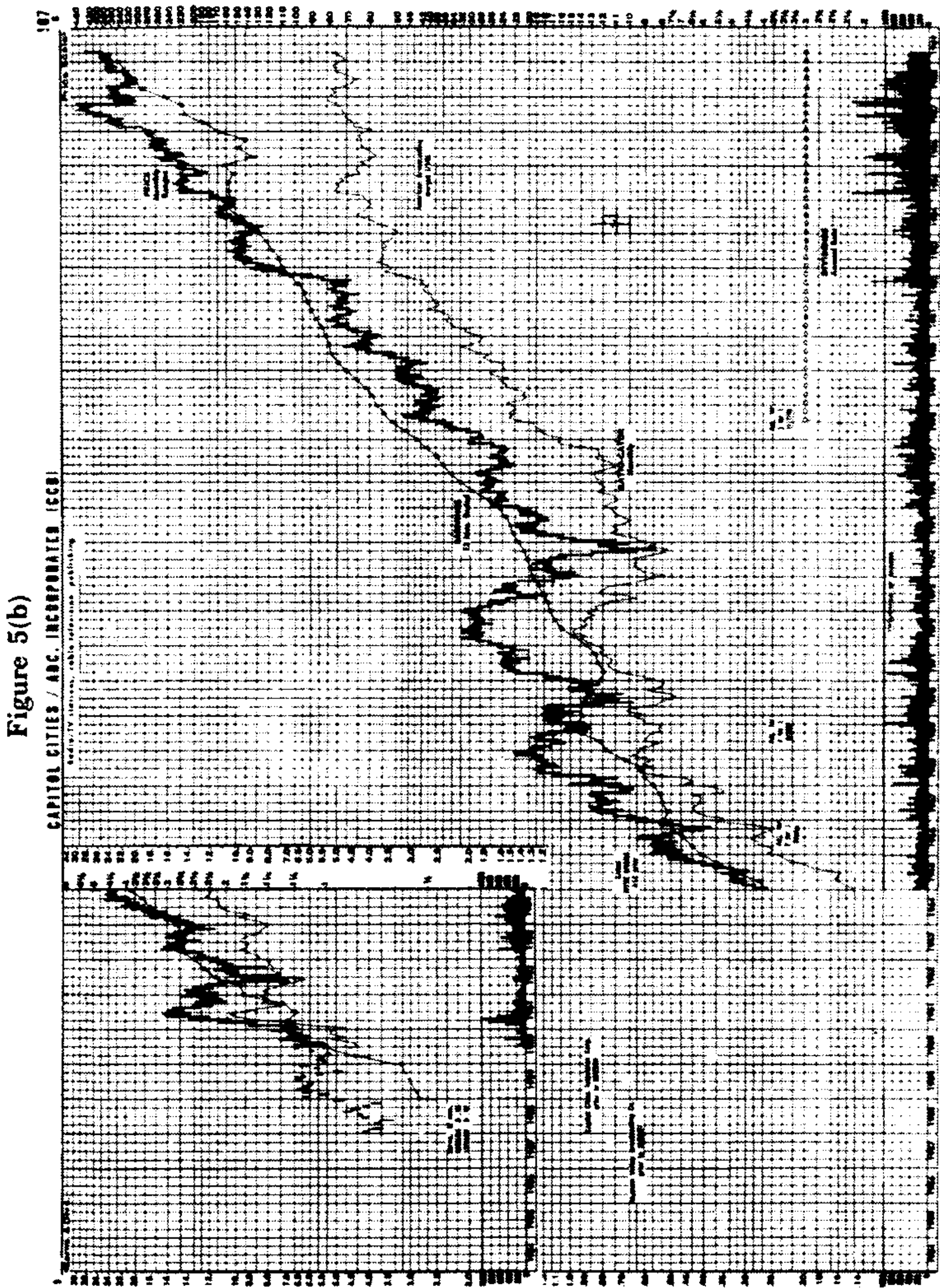


图 5（b）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

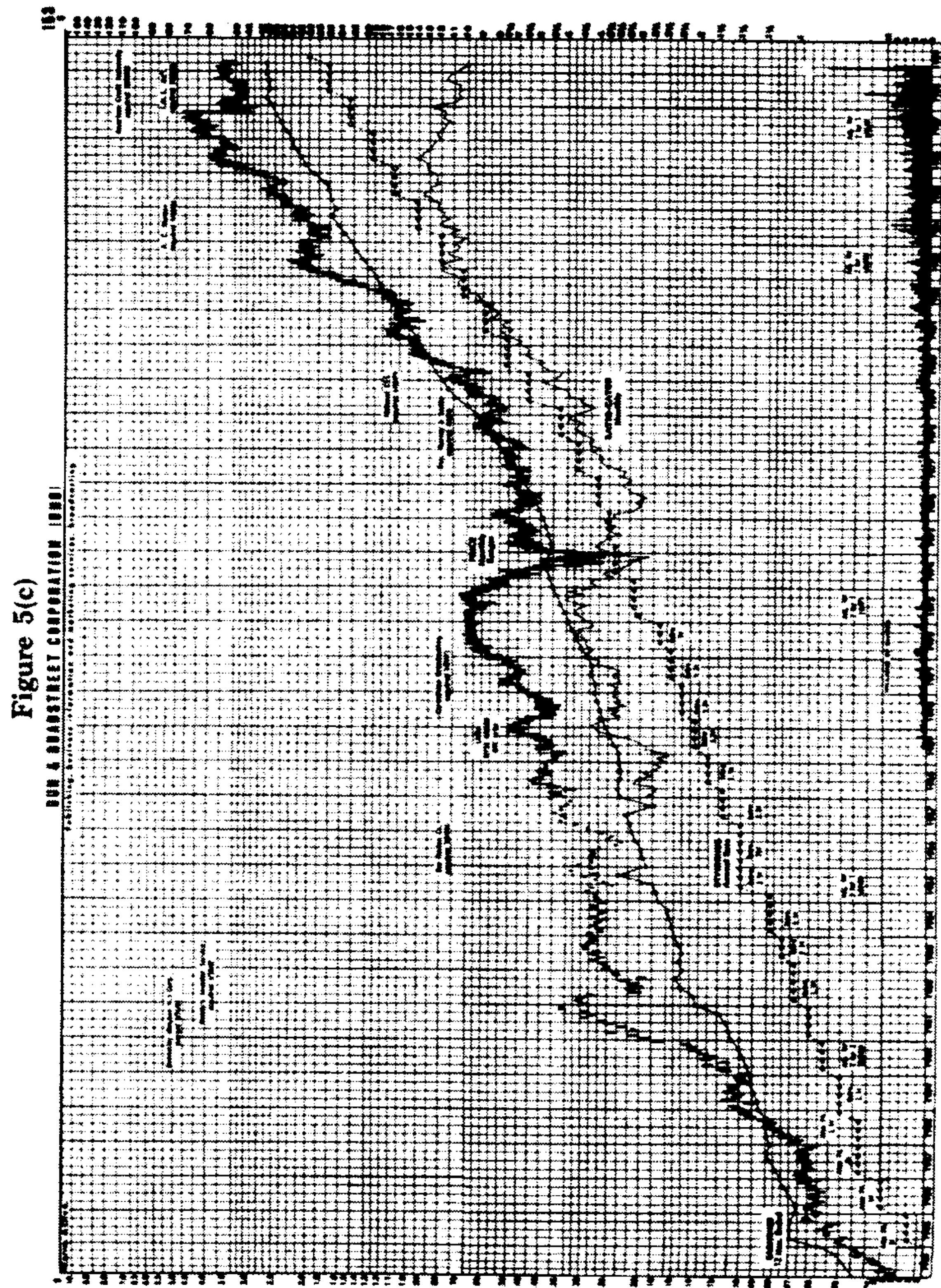


图 5（c）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彭尼赛夫的累进收益表

年龄	缴费（美元）	年终价值（美元）
19	2000	2200
20	2000	4620
21	2000	7282
22	2000	10120
23	2000	13431
24	2000	16974
25	2000	20872
26	2000	25159
27	0	27675
28	0	30442
29	0	33487
30	0	36835
31	0	40519
32	0	44571
33	0	49028
34	0	53930
35	0	59323
36	0	65256
37	0	71781
38	0	78960
39	0	86856
40	0	95441
41	0	105095
42	0	115605
43	0	127165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年龄	缴费（美元）	年终价值（美元）
44	0	139882
45	0	153870
46	0	169257
47	0	186183
48	0	204801
49	0	225281
50	0	247809
51	0	272590
52	0	299849
53	0	329834
54	0	362817
55	0	399099
56	0	439009
57	0	482910
58	0	531201
59	0	584321
60	0	642753
61	0	707028
62	0	777731
63	0	855504
64	0	941054
65	0	1035160

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向操作

本书的读者会发现一种切实可行的技巧：购买出色的基金经理所青睐的股票。这即是把大师们当作过滤器。大师们不断地比较着资产组合的优劣，因此没有理由不照他们做的去做，这并没有什么不合理地方。

你会观察到几条明显的规则：

1. 要确证他们是真正出色的经理。

处于我这个位置上的每个人都面对着一些投资者，他们手上挥舞着一扎经纪商对某种股票的推荐书，或是互助基金持有资产的编辑稿，这些东西都向投资者证明所推荐的股票是最受欢迎的。但对职业人员来说，这将建立一种不利于股票的第一印象。机构投资将处于绝对不利的地位，投资者将寻找一个或几个大师持有的股票取而代之，而不选择普普通通的公众持有的股票。也有些服务机构编辑了这些资料，可以向金融图书馆、银行或者经纪商咨询或者看一看投资刊物上的广告。不过，这些信息比直接从基金中得到报告来得晚些。

2. 仅仅拿你挑选来作为进一步研究的股票的某一片断或整个部分来加以考虑。接着充分研究这些股票，并逐行通读其报告。

3. 如果你要询问什么，就和公司交谈，也可以和公司的竞争对手及客户交谈，还可以和企业界专业人员交谈。

4. 建立长期投资概念而不能仅关注交易技巧，比如拉尔夫·旺格、沃伦·巴菲特及乔治·米查利购买股票是为长期持有，而彼得·林奇只为了交易而不停地买卖，约翰·耐夫则两种都做。看一看股票收入和股息表。一种极好的长期成长股看起来与某种处于周期性反弹中的下跌股有明显的不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 确信大师们正在增加着他们持有量或者至少继续持有这些资产。除了你自己以外，许多其他投资者都在观望，因此当一个大师开始卖的时候，可能产生反响，尤其是当知道他长期以来一直喜欢的一只股票被他卖掉的时候，更是如此。

6. 假如你是个非专业人员，专门投资于一至两个领域较为容易些。

挑选股票是一种挑战性的工作，因此本质上是困难的。正如其他探索形式一样，专心一意会使这项工作变得容易，也增加成功的可能性。

总而言之，逆向操作，利用大师们的一些选择，这对大多数投资者来说是一个极好的手段。

投资是特别的艺术

在本书中没有哪位大师依赖于学者们所喜爱的各种手段：回归分析，现代资产组合理论，技术分析*，或者高等数学。除了索罗斯的方法是独一无二和不可捉摸的以外，（在某种程度上包括斯登哈德，）其余的大师们总是集中注意特殊性，而不是“一般观察”。这些一般观察和高明的计划实质上试图把内在特殊复杂而又艰难的东西变成一般、简单和容易的东西。然而在现实世界，这些公式化和抽象化的东西并不能获得多少突出的结果。而成功的投资意味着充分了解你所持有的股份。因此去注意特殊性吧。让

* 安德鲁·托拜斯讲了一个令人愉快的“技术分析”故事。1986年12月6～7日，在纽约瓦尔道夫·阿斯特里尔宾馆举行了一个有关技术分析专家研讨会。一位最有前途的领袖诺尔曼·温斯基，邀请函中这样写道：“1975年他成为芝加哥期权交易所有会员和未上市股票经纪人。在1976～1977的十几个月里，他成功地押注500美元，赚到近乎100万美元。”（托拜斯评论到：几乎不可能不成功）邀请函忘记提到一个小问题：1977年9月即在著名的研讨会举行的10年前，温斯基失败过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人为着一般化、公式化和简单化而费神去吧。

阿方索这位博学者谦恭地评论到：如果他在创世纪时就已诞生的话，他会给上帝一些暗示，以便使宇宙形成更好的秩序。我自己的观点是我们人类太容易受到宽泛的思想诱使了，尤其是在政治上有麻醉人民的鸦片，在股票市场上人类的脑电图以扭动着的曲线清楚地展示着人类对未来的希望和恐惧。然而，在多数时候，宽泛不可捉摸的思想分散了人们对专业和可知领域的注意力。

例如，正如保罗·萨缪尔森所指出的那样，里根时代的三个显著的经济特征是巨额税收，贸易逆差，较高的实际利率，没有哪一个在 1980 年被预测到。1987 年的预测是美国经济增长止步，而实际上却迅速增长。因此不要花费过多时间关注明年的 GNP 的变化。正如林奇所说，“地下经济现在怎么样了？那才是真正的经济。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记　点金指

本书试图指引读者走上成功的投资之路。而我想对读者说的最后一句话是：你要像理解医学和政府行为那样全面理解投资的过程，但也别太强迫自己。受损失最重的人往往正是那些陷得最深的人。而且这样做也没有必要：一个看似微薄却很稳定的收益也能够满足你的愿望。

更进一步说，为了获取极大的财富——也就是说，远非你所真正需要的——事实上是非理性。你必须为此付出太多的代价，在你实现的时候，你的境况常常比以前更差。迈达斯正是被他渴求的金子给毁掉的。

莎士比亚说，我们的天性受制于所处的环境，正如印染者，在追求财富的过程中，会成为一个金融家一样。你透过带有美元符号的双筒望远镜看穿了世界。

因此，任何原则的夸大都将导致失败，正如刺激物使用过量要引起中毒一样。把有某种罪恶的贪婪变成一种清规戒律将毁灭一个家庭的灵魂。物质条件过于优越的孩子常常过着无目的、不幸福的生活，什么收获能抵得上这样大的损失呢？

巨大的财富欲望腐蚀了正常的人际关系，人人都在索取。据说，高傲的罗斯童没有任何朋友，有的只是客户。的确，人性的喧闹被巨大的财富隔离开来，然而人性的喧闹所带来的快乐和痛苦却正是我们奋斗的目标。

慈善事业无疑是值得称赞的，但是更大的程度上却变成了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种政治行为：商界的、政界的巨头们从公众身上吸走了大量金钱，为的是在某一地方建造博物馆，而不是在别的地方建造。事实上，这并没有创造新的美好事物，只是在向社会行使自己的特权。

一个理性的人会让生活更有价值，财富只是生活的副产品。只有那些能够履行自己对家庭、对工作、对社会的责任并力求完美的人，才是幸福的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一　罗杰斯投资工作底稿

莱曼工业公司（纽约证券交易所）

〔单位：1000 美元〕	1968.4	1969	1970	1971	1972	1973.4	1973.12	1974.12
销售	74798	109814	117352	107065	159502	243806	276255	173249
折旧	1017	1075	1083	946	1072	1683	1562	1742
营业收入						23344	22804	3441
营业利润率						9.6%	8.3%	2.0%
其他收入						—	—	—
其他费用						435	2262	4014
税前收入	3353	10079	11536	8369	14246	22909	20542	(573)
税前利润率	4.5%	9.2%	9.8%	7.8%	8.9%	9.4%	7.4%	—
实交税金	1606	5082	5500	3911	6532	10752	9731	(230)
税率	47.9%	50.4%	47.7%	46.7%	45.9%	46.9%	47.4%	—
税后利润	1747	4997	6036	4458	7714	12157	10811	(343)
权益	—	—	—	—	—	—	—	—
少数股东权益	—	—	—	—	—	—	—	—
净收入	1747	4997	6036	4458	7714	12157	10811	(343)
每股盈余	0.25	0.71	0.80	0.59	0.99	1.54	1.37	(0.04)
股利	—	—	—	—	—	—	—	—
发行股份								
每股票面价值								
股东权益	10364	15546	29005	33544	39940	50797	34906	10161
净资产利润率		48.2%	38.8%	15.4%	23.0%	30.4%	15.5%	—
产权比率	43.8%	21.1%	11.7%	10.8%	13.5%	10.6%	85.1%	195.1%
退休金准备/权益	—	—	—	—	—	—	—	—
融资租赁/权益	—	—	—	—	—	—	—	—
应收帐款周转率								
存货周转率								
广告费用								
研究和开发费用								
资本耗费								
资本耗费/折旧								
资本耗费/厂房设备总计								
资本耗费/权益								
积压								
积压/销售								

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱曼工业公司（纽约证券交易所）

〔单位：1000 美元〕	1975.4	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
销售	18786	114288	132835	183950	237794	279375	241879	248735
折旧	—	1449	1388	1385	3042	2159	2616	3127
营业收入	(2941)	(1045)	(874)	9593	17198	22001	8754	7286
营业利润率	—	—	—	5.2%	7.2%	7.9%	3.6%	2.9%
其他收入	—	—	—	—	627	2363	4786	6327
其他费用	787	2122	1475	1291	800	739	775	1042
税前收入	(3728)	(3167)	(2349)	8302	17025	23625	12765	12571
税前利润率	—	—	—	4.5%	7.2%	8.5%	5.3%	5.1%
实交税金	0	0	0	3985	7683	11275	5570	5364
税率	—	—	—	48.0%	45.1%	47.7%	43.6%	42.7%
税后利润	(3728)	(3167)	(2349)	4317	9342	12350	7195	7207
权益	—	—	—	—	—	—	—	—
少数股东权益	—	—	—	—	—	—	—	—
净收入	(3728)	(3167)	(2349)	4317	9342	12350	7195	7207
每股盈余	(0.47)	(0.36)	(0.26)	0.47	1.0	1.3	0.76	0.74
股利	—	—	—	—	0.06	0.1	0.20	0.30
发行股份		9052	9115	9138	9196	9295	9511	9737
每股票面价值		1.01	1.55	2.46	3.85	4.80	5.49	5.86
股东权益	—	9158	14149	22488	35369	44631	52823	57027
净资产利润率	—	—	—	30.5%	41.5%	34.9%	16.1%	13.6%
产权比率		237.2%	127.0%	68.7%	21.7%	16.2%	15.3%	24.3%
退休金准备/权益	—	—	—	—	—	—	—	—
融资租赁/权益	—	—	16.5%	8.4%	15.1%	10.0%	9.3%	6.4%
应收帐款周转率		9.2%	8.1%	8.4%	6.9%	6.3%	7.8%	6.6%
存货周转率		8.1%	7.9%	7.2%	5.3%	5.3%	5.1%	4.9%
广告费用								
研究和开发费用								
资本耗费		531	546	1262	1517	5631	7512	10051
资本耗费/折旧		36.6%	39.3%	91.1%	49.9%	260.8%	287.2%	321.4%
资本耗费/厂房设备总计		—	2.0%	4.9%	4.0%	15.2%	17.6%	22.4%
资本耗费/权益		—	2.8%	7.2%	5.9%	24.05	27.9%	37.1%
积压							4900	9600
积压/销售							6.2%	3.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱曼工业公司（纽约证券交易所）

〔单位：1000 美元〕	1983	1984	1985	1986	1987
销售	262782	345391	339283	341531	372727
折旧	3602	3642	3799	3886	3904
营业收入	5488	10731	8351	6435	7124
营业利润率	2.1%	3.1%	2.5%	1.9%	1.9%
其他收入	4432	5048	3162	4390	4077
其他费用	3152	2751	2387	2124	2443
税前收入	6768	13028	9126	8701	8758
税前利润率	2.6%	3.8%	2.7%	2.5%	2.4%
实交税金	(749)	5434	4075	3959	3937
税率	—	41.7%	44.7%	45.5%	45.0%
税后利润	7517	7594	5051	4742	4821
权益	—	—	—	—	—
少数股东权益	—	—	—	—	—
净收入	7517	7594	5051	4742	4821
每股盈余	0.77	0.78	0.52	0.49	0.49
股利	0.30	0.30	0.30	0.31	0.32
发行股份	9743	9752	9755	9755	9755
每股票面价值	6.32	6.81	7.05	7622	7.39
股东权益	61735	66541	68724	70443	72142
净资产利润率	13.2%	12.3%	76%	69%	6.8%
产权比率	20.7%	14.6%	16.5%	13.4%	12.5%
退休金准备/权益	—	—	(7.4%)	(7.8%)	(9.3%)
融资租赁/权益	3.9%	2.5%	3.9%	2.7%	2.2%
应收帐款周转率	8.9%	7.8%	8.0%	8.4%	8.6%
存货周转率	7.3%	7.2%	5.7%	9.05	8.0%
广告费用					
研究和开发费用					
资本耗费	4234	7652	3935	5346	6361
资本耗费/折旧	120.9%	210.1%	103.6%	137.6%	162.9%
资本耗费/厂房设备总计	7.8%	13.9%	6.4%	8.5%	9.7%
资本耗费/权益	12.6%	23.1%	10.6%	14.6%	17.0%
积压	20000	18300	11100	13200	11600
积压/销售	7.6%	5.3%	3.3%	3.9%	3.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱曼工业公司

时间	销售	税前收入	利润率	税金	税率	利润	投资	股东权益	净收入	每股盈余
6—76	38366	620	1.6%	298	48.1%	322	—	—	322	.04
9—76	36435	(419)	—	(201)	—	(217)	—	—	(217)	(.02)
12—76	29721	(394)	—	(97)	—	(297)	—	—	(297)	(.08)
3—77	28313	(2157)	—	—	—	(2157)	—	—	(2157)	(.24)
6—77	42037	1651	3.9%	792	50.0%	859	—	—	859	.09
9—77	46338	2249	4.9%	1080	48.0%	1169	—	—	1169	.13
12—77	47229	2375	5.0%	1140	48.0%	1235	—	—	1235	.13
3—78	48346	2027	4.2%	973	48.0%	1054	—	—	1054	.12
6—78	60908	3980	6.5%	1910	48.0%	2070	—	—	2070	.23
9—78	61557	4201	6.8%	2017	48.0%	2184	—	—	2184	.23
12—78	58710	4662	7.7%	1852	39.7%	2810	—	—	2810	.30
3—79	56619	4182	7.4%	1904	45.5%	2278	—	—	2278	.24
6—79	72504	6343	8.7%	2918	46.0%	3425	—	—	3425	.37
9—79	73868	7148	9.7%	3288	46.0%	3860	—	—	3860	.41
12—79	70070	5955	8.5%	2739	46.0%	3216	—	—	3216	.34
3—80	62933	4179	6.6%	2330	55.8%	1849	—	—	1849	.20
6—80	54752	2003	3.7%	952	47.5%	1044	—	—	1051	.11
6—80	61160	3099	5.1%	1489	48.0%	1603	—	—	1610	.17
12—80	64669	4242	6.6%	1858	43.8%	2376	—	—	2384	.25
3—81	61298	3421	5.6%	1271	37.2%	2172	—	—	2150	.23
6—81	70322	5565	7.9%	2244	40.3%	3321	—	—	3321	.34
9—81	67710	3341	4.9%	1432	42.9%	1909	—	—	1909	.20
12—81	52879	(112)	—	(29)	—	(83)	—	—	(83)	(.01)
3—82	57824	3777	6.5%	1717	45.5%	2060	—	—	2060	.21
6—82	66326	2459	3.7%	1032	42.0%	1427	—	—	1427	.15
9—82	64930	1747	2.7%	740	42.4%	1007	—	—	751	.11
12—82	59306	1312	2.2%	561	42.8%	751	—	—	751	.08
3—83	72220	1250	1.7%	361	28.9%	889	—	—	889	.09
6—83	89050	5239	5.9%	2237	42.7%	3002	—	—	3002	.31
9—83	94562	4286	4.5%	1834	42.8%	2452	—	—	2452	.25
12—83	82128	3652	4.4%	1576	43.2%	2076	—	—	2076	.21
3—84	79651	(149)	—	(213)	—	64	—	—	64	.01
6—84	98120	4073	4.2%	1820	44.7%	2253	—	—	2253	.23
9—84	92159	4057	4.4%	1798	44.2%	2259	—	—	2259	.23
12—84	75628	686	0.9%	310	45.2%	376	—	—	376	.04
3—85	73376	310	0.4%	147	46.9%	163	—	—	163	.02
6—85	90965	4155	4.6%	1859	44.7%	2296	—	—	2296	.24
9—85	89919	4256	4.7%	1901	44.7%	2355	—	—	2355	.24
12—85	85261	1139	1.3%	513	45.0%	626	—	—	626	.06
3—86	75386	(849)	—	(314)	—	(535)	—	—	(535)	(.05)
6—86	94273	1184	1.3%	547	46.2%	637	—	—	637	.07
9—86	95776	3282	3.4%	1497	45.6%	1785	—	—	1785	.18
12—86	94066	2456	2.6%	1155	47.0%	1301	—	—	1301	.13
3—87	88672	1836	2.1%	738	40.2%	1098	—	—	1098	.11
6—87	99539	3526	3.5%	1409	40.0%	2117	—	—	2117	.22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱曼工业公司

按产品类别分类

单位：1000 美元	1977	1978	1979	1980	1982	1984	1986	1987
· 房屋建设用品								
销售	43393	59635	66354	68631	65233	111154	101842	10185
营业收入	2459	4787	5955	6720	2740	4411	4518	(127)
利润率	5.7%	8.0%	9605	9.8%	4.2%	5.3%	4.36%	—
· 活动房配件								
销售			750					
营业收入			(199)					
利润率			—					
· 活动房生产								
销售	89442	124315	170690	68631	183502	234237	239689	271542
营业收入	(1833)	5351	13064	6720	9183	6672	5733	9872
利润率	—	4.7%	7.7%	9.8%	5.0%	2.8%	2.4%	3.6%

莱曼工业公司（股权转让情况）

买					卖				
日期	姓名	职务	数量	价格	日期	姓名	职务	数量	价格
					82.12.31	詹姆斯·莱曼	董事长	1100	20.5
					83.1.7	詹姆斯·莱曼	董事长	28900	20.5
					82.2.3	詹姆斯·莱曼	董事长	50000	20
83.5.31	威廉·维泽福特	董事	1000	23.50		哈里·福莱丁	经理	48370	20.38

莱曼工业公司（债务分布情况）

到期日：	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
78.4	1401	3375	5190	2927	3030									
79.4		155	149	108	114	121								
80.4			200	200	200	200	200							
81.4.3				350	350	350	350	350						
82.4.2					523	925	899	921	710					
83.4.1						1010	991	1023	822	863				
84.3.30							1800	1400	1219	1040	993			
85.3.29								1359	1301	1076	1017	942		
86.3.28									1911	855	858	793	801	
87.4.3										858	975	793	801	1236

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二　索罗斯基金权益性证券分布情况

1989.3.31

证券发行者	持股量或本金	市场价值	投资方式 独立	投资方式 合作
美国铁路公司	27500	$ 1636250	×	
美国铁路公司	3000	178500		×
爱丁顿资源公司	56700	1729350		×
联盟出版公司	180000	7650000	×	
租车服务公司	22500	423450		×
艾尔希德公司	120000	375000		×
爱利克公司	19600	614950		×
亚麦克公司	50000	1212500		×
亚美拉达—海斯公司	75000	2812500	×	
美国动力公司	545000	27931250	×	
美国捷运公司	57000	1802625		×
美国礼仪公司	13000	302250		×
美国商业连锁公司	61800	3568950	×	
AT&T	200000	6300000	×	
ABC 公司	100000	3525000	×	
ABC 公司	10000	352500		×
阿里泰克化学公司	10000	342500		×
阿克拉公司	450000	9337500	×	
奥盖特公司	10000	123750		×
奥托代克公司	12900	387000		×
自动数据处理公司	5500	200750		×
BTU 国际公司	38900	306338		×
巴佛·麦克雷公司	10000	76250		×
巴尔帝摩银行	33200	431600		×
纽约银行公司	200000	8800000	×	
美洲银行	100000	2444500	×	
巨熊公司	46900	709363		×
大熊公司	10000	383750	×	
布莱克·戴克公司	419100	8120063		×
波音公司	403400	27532050	×	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波音公司	1500	102375		×
布瓦特公司	20700	587363		×
伯林顿资源公司	782200	37447826	×	
伯林顿资源公司	22400	1072400		×
布尔．布朗公司	26900	289175		×
CBS 公司	13000	2255500		×
C—Cor 电子公司	57400	861000		×
CMS 能源公司	1020000	25500000	×	
CMS 能源公司	11000	275000		×
CRS 公司	16400	545300		×
3C 公司	17800	195800		×
凯撒世界公司	81000	2430000		×
C&C 公司	17000	448375		×
电话讯息公司	374166	11412063	×	
希斯曼哈顿公司	100000	3756650	×	
超思伯纳德公司	49700	329263		×
芝加哥米尔沃奇公司	113000	15481000	×	
查伯公司	53900	3665200	×	
教会烤鸡公司	46300	312525		×
花旗银行	500000	14875000	×	
克莱尔连锁店	103400	827200		×
克拉克仪器公司	8400	284550		×
克利夫兰悬崖公司	21400	583150		×
海岸公司	9200	311650		×
高路洁公司	407400	19504275	×	
克莱根公司	56200	779775		×
哥伦比亚影业娱乐公司	14600	253675		×
商业技术公司	110500	2431000	×	
共同体爱迪生公司	479600	15646950	×	
共同体爱迪生公司	20000	652500		×
联合货运公司	84000	2509500		×
联合商业公司	37600	291400		×
康泰尔公司	25000	1259375	×	
数据控制公司	25700	526850		×
考宁玻璃制品公司	269900	9176600	×	
克莱斯勒石油公司	6645143	13290286	×	
塞普莱斯半导体公司	210000	2231250	×	
DCNY 公司	153100	2698388	×	
戴拿赫公司	182800	2970500	×	
丹尼尔工业公司	60000	840000	×	
通用数据公司	149000	2235000		×
数据产品公司	71500	1197625		×
数据视窗公司	5500	200750		×
德它航空公司	4500	264938		×
德它航空公司	30000	1766250	×	
第佰德公司	21900	938963		×
数字公司	20987947	1259277	×	
纽约五分钱储蓄银行	11300	155375		×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道化学公司	594100	54508675	×	
德拉沃公司	83700	1600763		×
德莱瑟工业公司	100000	3712500	×	
杜邦德纽莫公司	16800	1717800	×	
经济实验室公司	12900	345075		×
经济实验室公司	170000	4547500	×	
埃尔西诺公司	42664	15999	×	
埃姆哈特公司	198000	7845750	×	
环保系统公司	22400	190400		×
鄂巴蒙公司（无投票权股票）	625800	17835300	×	
管理信息系统公司	10000	32500		×
FHP 公司	19200	427200		×
联邦快运公司	38500	1737313	×	
联邦国民摩根协会	100000	6375000	×	
联邦国民摩根协会	9700	618375		×
联邦国民摩根协会	44300	1074275		×
金融利益集团	115762	376227	×	
金融新闻网络公司	35300	308875		×
第一芝加哥公司	200000	7600100	×	
德州第一城市银行	11000	324500		×
第一管理公司	121800	1887900		×
福斯特轮椅公司	430400	7316800	×	
自由港麦克莫兰资源公司	1000000	27625000	×	
通用动力公司	72700	3943975		×
通用米尔斯公司	5000	296110		×
佐治亚太平洋公司	250000	10562500	×	
古德里奇 BF 公司	1361600	69952200	×	
格雷斯 W·R 公司	10000	3037500	×	
哈里伯顿公司	200000	6025000	×	
哈里—戴维森公司	129100	3647075	×	
哈里—戴维森公司	4000	113000		×
媒体遗产公司	30200	158550		×
霍根系统公司	45000	236250		×
霍利公司	10000	375000	×	
家庭修理公司	134900	4890125	×	
霍尼维尔公司	24300	1612913		×
霍夫顿·米夫林公司	23400	1055925	×	
胡菲公司	69900	1153350		×
IDB 通讯集团	377500	3114375	×	
IMO 工业公司	15500	300313		×
免疫制药公司	240000	1170000	×	
印度发展基金	20000	192500	×	
信息技术公司	59800	500825	×	
激发能源公司	45100	360800		×
茵特克公司	760000	2280000	×	
茵特克公司	86800	260400		×
国际矿物化学公司	1379200	56030000	×	
相互发声公司	54100	669488		×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊泰尔公司	10000	210000		×
伊万克斯公司	279400	3841750	×	
日本工业公司	12000	211500		×
堪萨斯城南方工业公司	713000	26291875	×	
堪萨斯天然气和电子公司	196700	3909413	×	
堪萨斯天然气和电子公司	22000	437250		×
卡切卡尔产业公司	9480	239700		×
K 珠宝公司	65875	798734		×
凯奈公司	16920188	169202	×	
肯塔基中央人寿保险公司	10000	133000		×
金世界产业公司	998100	24952500	×	
朝国基金	50000	1762500		×
莱斯利公司	21700	287525		×
列克星敦储蓄银行	31000	313875	×	
百合公司	50000	5143750	×	
百合公司	1000000	34625000	×	
LIN 广播公司	360000	31770000	×	
利顿工业公司	20200	1532675		×
洛克希德公司	75000	3506250	×	
洛克希德公司	3800	177650		×
长景化纤公司	13500	872438		×
鲁肯斯联合钢铁公司	16200	463725		×
里昂德尔石油化学公司	56000	1610000	×	
MCI 通讯公司	1100000	31487500	×	
MGM 通讯公司	18500	309875		×
汉诺沃制造公司	100000	3600000	×	
地图公司	43200	2700000		×
麦特尔公司	30000	356250		×
极限护理公司	10000	2810		×
麦克萨姆公司	30000	825000	×	
麦当劳公司	4000	205500		×
国际医学护理公司	99800	1334825		×
蒙托图表公司	13100	422475		×
莫克公司	469900	30426025	×	
莫克公司	2000	129500		×
水星娱乐公司	179000	67125		×
麦萨合伙人公司	155400	1903650	×	
电子途径公司	117500	514063	×	
美孚 CTS 公司	12750	788906	×	
美孚 CTS 公司	38250	2304563	×	
墨西哥基金	295000	2175625	×	
米尔顿·罗伊公司	23400	312975		×
麦顿加公司	97500	2595938	×	
米切尔能源发展公司	123200	1694000	×	
美孚通讯公司	19000	684000	×	
美孚通讯公司	24900	896400	×	
蒙萨托公司	205000	19244375	×	
蒙萨托公司	2500	234688		×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼斯科工业公司	350300	4729050	×	
尼斯科工业公司	33000	445500		×
西北航空公司	5000	424375	×	
西北航空公司	56400	4786950		×
拿树亚公司	163700	6466150	×	
国民集团公司	19200	331200		×
国民半导体公司	177700	1310538		×
中性公司	62300	404950		×
新蒙矿业公司	22000	874500		×
东北银行	85000	5652500	×	
努维工业公司	1333592	21004074	×	
办公室用品公司	58500	1447875		×
俄亥俄床垫公司	34800	856950		×
太平洋护理系统公司	18500	416250		×
泛特拉斯公司	58800	367500		×
帕克钻井公司	371000	2179625	×	
宾州瓦特公司	35500	4628313		×
宾州石油公司	100000	8362500	×	
莫尔&杰克玩具公司	17000	223125		×
百事可乐公司	6000	267000		×
石油通道合作公司	9200	234600		×
菲考普公司	112600	1660850		×
彼行尼·珀斯公司	150000	6393750	×	
彼行尼·珀斯公司	1400	59675		×
流行广播公司	11600	152250		×
美国人寿和事故保险公司	58625	1172500	×	
美国人寿和事故保险公司	331500	7293000	×	
快捷集团公司	39000	516750		×
RJR 纳比斯科公司	1229783	106837398	×	
RJR 纳比斯科公司	17056	1481740		×
锐步国际公司	46200	658350		×
雷诺兹父子公司	15600	421200		×
罗宾斯·A·H 公司	1823900	48561338	×	
罗林斯环保服务公司	22500	241875		×
保安科学公司	33000	528000		×
沙龙协会	326424	449429	×	
莎拉·李公司	5000	243750		×
舒乐保健公司	9400	324300		×
海洋集装箱公司	45000	2070000		×
西堡公司	32600	12225		×
夏克利公司	11800	327450		×
希泽勒国际饭店公司	16100	293825		×
斯密克莱恩—贝克曼公司	15000	913125	×	
斯奎佰公司	3000	204750		×
标准打卡机公司	17900	337863		×
学生贷款市场协会	78000	7429500	×	
太阳电子公司	39100	806438		×
太阳微系统公司	45000	725625		×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超值连锁店公司	18500	448625		×
纽带通讯公司	280000	420000		×
TW 服务公司	1571700	49705013	×	
TW 服务公司	12600	398475		×
泰尔曼家庭储贷协会	15000	151875		×
Tam 商标公司	100000	6062500	×	
泰克莱公司	12600	176400		×
泰索罗石油公司	45000	556875		×
东得克萨斯公司	13300	674975		×
东得克萨斯公司	231900	11768925	×	
时代公司	4200	486675		×
时代公司	19900	2305913	×	
三棱镜动力公司	44900	617375		×
特莱恩公司	15200	172900		×
TYCO 实验室公司	394800	13966050	×	
UAL 公司	146200	17105250	×	
联合碳化物公司	50000	1456250	×	
联合公司	-79200	1019700		×
美国保健公司	112500	1139063		×
堪萨斯统一电讯公司	342500	18923125	×	
堪萨斯统一电讯公司	3000	165750		×
环球食品公司	45000	1625625		×
尤诺科尔公司	75000	3187500	×	
VSB 银行	15000	157500		×
多变协会	41500	1079000		×
王实验室公司	120000	1020000		×
华纳通讯公司	275000	12890625	×	
蛛网公司	10600	160325		×
西点螺旋桨公司	307308	17708163	×	
西点螺旋桨公司	18400	1060300		×
维尔科斯和吉布斯公司	459354	8096114	×	
温德米尔公司	23000	600875		×
沃尔弗莱恩开发公司	372089	1882770	×	
沃尔弗莱恩开发公司	186788	396925	×	
伍尔沃斯 FW 公司	160000	8020000		×
静电公司	11500	679938		×
总　计		1338431992		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录三 原始资本评论摘录

1978年9月30日

原始资本成立的时候，整个证券市场正沉浸于极度乐观之中。回想十年前的情景，股票和债券目前的价格都被高估了，而市场交易的平均水平却仍低于它十年前的水平，尽管十年来证券的收益和分红与股票帐面价值增长了70—100%。即使是像IBM这样业绩非凡的股票——其收益增加了两倍以上，红利翻了六番多，同时公司不但没有债务反而有多余的现金——它的价格在这十年里也基本未变。我们确信现在股价的这种迟滞不涨（而股票的收益、分红却在持续增长）正好证明十年前人们对股价是普遍高估了。

我们发现，不是股市的长期走势，而是我们曾有的教训，构成我们的信心之源。尽管市盈率近来以可怕的幅度和速度在下降，但是我们知道这种下降不会永远持续下去，股息收益也不会老是增加；增长中的收益和股息以及它们的再投资带来的基础资产的增长，还有现有实物资产的通货膨胀增值，最终必然会体现为涨高的股价。

1978年12月31日

大多数投资大户似乎已开始关注那些事后看来会带来比他们过去实际所得更多回报的各种投资技术和方法。

因此，试图在陡涨时投资而避开痛苦的下跌已成了普遍关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题，问题的关键就在于进出股市时机的选择，此外，还出现了避免投资于股票（尤其是成长类股票）而更多地重视收益债券的重要趋势。这一趋势是对这些债券近年来卓越业绩的反应。同样地，投资大户还有这样的新趋势：即他们越来越关注诸如外国债券、房地产、期权交易等替代性投资方法。我们认为所有这些趋势主要是基于对过去经验的矫正，而非对股票现值以及投资机会进行仔细周全考察分析的结果。

过去的这一年，股市保持稳中有升，尽管其间充满了一系列不利的经济、金融和政治事件。通货膨胀率由6.8%上升到9%，短期利率从6.5%升到超过10%，长期利率从8%升到9%。一年前，埃及和以色列之间的和平条约前景曾叫人乐观，而今又大成问题，而随着美国的主要盟友、中东地区最强大的军事力量伊朗巴列维政权的倒台，伊朗的石油生产实际上已停止。尽管有诸如此类的不利因素，现在的股市价格实际上比年初还高。我们认为这一反常情况的原因在于人们以往长时期地对美国普通股票的超常低估，这种低估实际上是由于无视可预期的利率水平，无视其他国家的股价对美国的影响，无视更新的投资领域中潜在的收益而造成的。

1979年3月31日

进入1979年以来，资本市场的发展证明我们去年年底报告中的“致股民的信”里所持的积极观点是正确的。那时我们认为资本市场将更富于吸引力，尽管有公认的通货膨胀加速、高利率、石油短缺、美元汇率疲软、世界热点地区的政局不稳等许多问题，这些问题典型地反映在下引的《哈珀斯杂志》的一篇评论文章中：

> 今天正是我国历史上最阴暗时代。大部分人未曾经历过如此的悲观和深深的忧虑。未来的前景从未像现在这样显得难以捉摸。国内经济形势一团糟，美元疲软，物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价高得令人难以置信。政治动荡不安，俄国威胁如往常那样像一块静悄悄的大乌云隐现于地平线上。这真是个令人沉闷、问题成堆的时代。而问题的解决仍遥遥无期。

上面这段清晰中肯的关于当今问题的描述实际上写于1847年，在这里引用是为了再强调我们的观点，即投资者应依据他们对投资价值的合理判断而不能只关注那些关于未来事件的精心假设和对股市价格的可能产生的影响。*

1979年6月30日

一位拥有我们十分钦佩的经营能力的精明投资者发现，股市远比他所经营的商业更变化莫测。那些经营良好、有利可图的商业业务总是稳定的、连贯的，甚至是出奇般地可预测的，能经受不利时局而又没有长久的损害。相反，股票市场则是不确定的、变化莫测的，对短期有强烈、暂时的反应。具有讽刺性的是，这么多的人投入这么大的努力去预测股价的短期变化。我们应该将我们的精力投入到积累必要的基本的知识，以认准和评估那些我们有投资利益的、实际上稳定的有利可图的商业活动中去。

博洛克公司股票一直是原始资本一项出色的投资，自1973年8月以每股低于10美元的价格购进以来，它提供的年总收益率超过20%。那时，公司没有负债，股票收益率达33%，我们认为股价被大大低估了，仅为收益的9.9倍或面值的3.1倍。那时的股息率为3.2%。而现在，它仍是没有负债，每股收益率为32%，股价仍被低估：仅为收益的9.2倍，面值的2.5倍，股息率为6.7%。回顾起来，这项投资的成功显然来自于对博洛克公司业务有关的潜在的收益能力和股息增长的正确估计，而不是这些年来对股价

* 米查利曾对我说过，实际上上述引文描绘的悲观前景并未变成现实，在1847年以后的4年内，股市价格上涨了1/3。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势的预测。

1980年6月30日

利润是企业所有者在扣除了维持企业在现有水平上运转所需费用后可随意支配的资金。这种利润必须最终表现为可支配现金。正如泰勒戴恩公司董事长乔治・罗伯茨所说:“没有现金的净收入不是真正的净收入。”根据这种观点，大部分美国企业似乎已经被拴在了通货膨胀的脚踏轧机上因为公司资本扩张对资金的需求总是超过公司经营所得的净收入。由于债务日益增加，却得不到足够的现金来维持资产负债表以及收入比率的平衡，赤字就不断增加。

1980年9月30日

股票价格已有显著提高，如今已达到了创纪录的高水平。我们对股票的投资从牛市环境中已获利不少。然而与股价的上涨相伴随的高利率却阻碍人们对股市的投资热情。高股价已使我们抛出了部分有时是全部多年持股在手的股票。在这种形势下，我们不得不去仔细审视我们可以继续持有哪些股票。

股价飞涨的一个最不可避免的危险是风险水平的提高。然而，这种可以满足人们获利的愿望、削除遭损的担忧的飞涨的股价正是股市正常的平衡力量。在美国证券交易所和一些靠热门新股或者低价股票获取大部分收益的“场外交易”市场已重新出现了过度投机的迹象。正如经济学家彼得・伯恩斯坦最近指出的:“股市有自身的节奏，这些节奏主要与它们过去的历史和投资者的集体记忆有关，而与当前的经济形势相关不大。”个人或机构投资者对证券市场冷落多年之后对这一市场的“重新发现”将给股市带来巨大影响。而且过度的市场分割，大量投资集中于有限的领域，使得大量的其他领域的股票仍然被低估，这一点可在公众对于公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接管的持久的兴趣中得到证明。

前面的评论会使我们得出这样的结论：目前的证券市场暗含着如此多的长期投资机遇，我们完全不必急于过度抛售。

1981年6月30日

谁也不会否认，最近的证券市场糟糕透顶。显然，债务人从通货膨胀中获益而债主从中蒙受损失。然而，这种过于简单化的观点完全忽视利息率和利息率与通胀率的关系。假如债主从借出资本中赚得了抵销购买力下降而有余的收益，他们一定乐意贷出。在过去的40年中，这种情况发生不多，仅有那么短暂的几次。然而在最近18个月中发生了这种异乎寻常的变化，借贷双方风险和收益长期不利于贷方的不平衡得到了补偿修正。长期利息率在过去20年中上升了1000个基点，(1个基点=1‰)而其中上升幅度的一半就发生在最近的18个月之中。

与从短期到长期的利息率高达20—14%形成鲜明对照的是：现实经济中物价平稳，没有通货膨胀，物价上涨率已降至一位数而且日趋平稳。很显然，现行的中长期利息率水平为债主提供了可观的真正回报。一年期存款可得17.5%的利息，而通胀率只有7—8%，债主从未得到如此慷慨的资金补偿。

1981年12月31日

早在去年就敏锐地意识到原始资本投资证券的潜在回报的金融观察家是约翰·特雷恩。在1981年3月2日《福布斯》杂志上，特雷恩发表了一篇评论1980年年度报告的文章，他这样估计原始资本所投资证券的前景：

> 原始资本寻求被低估的股票，这些股票常分布在不受人欢迎的产业。在一阵股市高潮之后，这些股票往往受人冷落。去年能源与技术股票热就是这样的例子……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的一般的原则是，购进这种股票的时机应在一两年中它没有被用这种特殊的技巧炒作过，过去的平平业绩可为未来的辉煌开路。

1982 年 9 月 30 日

我们已多次评论了有关固定收入债券日益受人青睐而处于低价位的优质公司的股票相对受人冷落的问题。股价的上升由利息率的剧烈下降而引起。投资股市在 1980 年股票牛市中还遭受相对损失是由于去年以来甚至直至最近一个季度，债券市场一直明显好于股票市场，更不用提过去的年份了。本季度所罗门兄弟公司的高级债券指数测算出债券的总回报率为 21.5%，相比较而言，那一季度末由标准普尔 500 家平均指数测定的股票收益率为 11.5%。更显著的对比是在过去的一年中，所罗门兄弟公司目录所收债券提供了 45.5%的总回报率，而标准普尔股票只提供了 9.8%的回报率。这些对比清楚地说明当股市近期的表现受人注目成了新闻热点时，固定收入债券取得了真正可观的收益。

本季度末以来，股票价格剧烈上涨，又突破了历史性的道琼斯工业股票平均价格指数 1000 点。股价目前的水平似乎超过了由于低利息而导致的高投资所能支撑的水平。目前股价的上涨实际上反映了人们对 1983 年经济恢复的预期，然而经济恢复的早期征候却十分微弱且不明显。有时为以后的利益先支付一定的代价是明智的，不过目前的股价水平又不足以诱使人们这样做。

1983 年 3 月 31 日

在去年 10 月下旬，我们曾发表过这样的观点："政府债券收益率为 11%……仍然好于现在正下降的通货膨胀率……当结果比预期还好时，我们能获得大量的投资收益。我们的观点很简单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是现在的股价水平所暗含的股市前景远没有债券市场那样令人乐观。”

即使是最粗心的金融市场观察家也会发现，过去半年证券市场行情与上述预测截然不同。去年10月时仅仅是可能性的经济恢复如今已成了现实，尽管势头微弱。产权投资市场已稳步上涨，达到了创纪录的价格水平，尽管利息率仍然很高，经济增长微弱，收益也不尽如人意。

面临持续的高利息率的股票市场，其价格自去年夏天以来已上涨60%，这事实给人造成的印象是股价不能说是被低估了。标准普尔股指目前以40%溢价把新股售给原股东。即使今年获得20—25%的利润，明年再获15%的利润，每股真正所得今年只有13%而明年为14%。考虑到现在的利息率水平，这样的收益率即使实现了也证明不了现在溢价售股的合理性，当然也谈不上令人失望。

1983年6月30日

今天看来似乎很坚挺的威斯商城和西林布兰公司等的股票，仅仅在几年前还被视为“前景不明”。那时人们认为投资这些股票是不可能获得高于平均收益的无效投资，它们的股票也只好折价发行。如今类似程度的怀疑转向了诸如伊斯特曼·柯达、菲利普·莫里斯、马希—麦克莱南等公司。这些公司的优点被忽视和低估了，而它们的问题被看得很严重。它们的股票被转手处理而转向投资于其他前景看好的公司。同样它们新发行的股票也是折价发行。

伊斯特曼·柯达、菲利普·莫里斯、马希—麦克莱南是比威斯商城和西林布兰更有名的大型企业，我们相信它们现在也有与后者相同的关键素质，而正是这些素质使威斯商城等在过去的5年中成为最佳投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1983 年 12 月 31 日

大多数股市的参与者，无论是业余的还是专业的，与其说是投资者还不如说是赌徒。这里摘录一段富有经验的能干的经济学家凯恩斯勋爵的话："大多数投资者主要关心的实际上不是如何预测某项投资的长期的可能收益，而只是关心不久之后股市公众的投资倾向。他们并不关心对购买某股票然后长期保持的投资者来说这只股票值多少，而只关心在大众心理影响下三个月后或一年后它能值多少。"即使在上述这段话写下 48 年之后，预测大众心理支配下的股市短期走势一再证明，只能使极少数人谋利这一事实并不足以阻止人们普遍地采用这种投机技巧。

凯恩斯通过自己的亲身经历认识到了这一点。他以写作《就业、利息与货币通论》一书出名，上述引言即出自该书。凯恩斯还当过很长一段时间的证券投资人，他以个人和专家的双重身份，做过大学捐赠基金的投资顾问，也做了一些公共投资公司和保险公司的经理。条条道路通罗马，本杰明·格林汉姆无疑是现代债券分析理论和以价值为基础的个人证券选择投资哲学的创立者，而凯恩斯用不同方法也得出了相同的结论。

具有讽刺意味的是，凯恩斯开始时曾相信能利用所谓的"信贷周期"经济理论来确定买进或卖出股票和债券的合适时机以赚取利益。1924 年凯恩斯担任独立投资公司的首任经理，这是一家信托投资公司，在其发起说明书中告知潜在的投资者说："无论是长短期固定利息的债券还是普通股票，其价格波动都受信贷周期的影响……通过必要的适时的买进卖出，使投资始终处于信贷周期的有利阶段，避开不利阶段，这样就可获得可观的收入。"到 1938 年，凯恩斯的思想有了进一步的深化。在给剑桥大学国王学院会计员卡恩的一封信中，凯恩斯写道："我只能说我是信贷周期投资方法的主要发明者，在证券市场跌荡不已的 20 年中，我发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一投资方法在五个明显不同的领域试验过，而且我未见过一个成功的例子……试验这种方法的人抛售或吃进太迟，而且经常是买进或卖出都过于频繁，导致成本过高，而且心理状态过于波动，赌博性过强。”

凯恩斯最终采取了“价值导向”投资方法，这种方法依赖于对若干投资项目的周密筛选，这些投资项目的选择与当时的投资环境有关，同时，这些投资项目廉价与否，与它们在以后年份里可能的、实际的以及潜在的内在价值有关。几年以后凯恩斯写道：“假如我对某一投资目标感兴趣，我一般总是尽力着眼于长久的得失而不去理会短期的价格波动。我的目标是购买那些增值和收益前景令人满意而当前价位相对较低的证券。”谈到证券市场波动，凯恩斯指出：“选择某些合适的证券进行投资更能利用证券的价格涨落，因为在波动中一些证券的价格涨落会大大地超出合理范围。”

今天迷信电脑模型的经济学家已发明了一个现代证券理论，这个理论是描述金融市场行为的，而如果没有希腊字母和数学公式的广泛应用则难以描述市场行为。与信贷周期理论一样，这种理论难以用于实践。现代股票理论的主要结论是：试图通过超乎寻常精明的证券选择来影响市场是不可能的，因为市场本身有高度的效率。凯恩斯明智一些，也投资得更好一些，因为他从自身经历中体会到了市场是非理性的、富于激情的。困难在于如何用一些精心组织的手段来驾驭理智和情感。

凯恩斯说过：“经营证券投资正如打官司一样，本身并不产生社会价值，而只是通过游戏技巧实现对财富的重新分配。不过这对于我们社会的自由成员来说并不是一件坏事。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1985 年 3 月 31 日

潜在购买者为控制上市公司的收益向近期股市投入溢价支出的意愿证明了有关股市的评论的正确性。这种现象被当成了近期股市价格被低估的证据。如果这种观点有几分正确的话，那么了解到收购整个公司所付价格将高于该公司现在在股市的价格是十分必要的，有许多合理的理由可以解释这种现象：

第一，对于一家成熟的赢利公司的有形资产，原有的主人出于避税目的必然大大低估其价值，易主以后新主人也同样会这样做。这样新主人可获得原来应该付给政府的税前收益的相当部分，这些成了他投资的回报。政府在这个过程已是新主人获取公司的同伙帮手。

第二，如果正在转手的公司有很少或者没有债务，那么大部分购买资金是借贷而来的，购买方同样需要政府的帮助，因为购买者所贷的购买资金的利息成本也作为企业的税前收益而扣除。这样，原本该作为收入税付出的现金就可转为支付贷方利息，有利于购买方的公司收购活动。

第三，一家公司的转手，一般会程度不同地导致公司大部分行政经常性开支的减少。这种开支的削减意味着公司获利能力的显著增加，而对相关的公司资产的出售（总部办公大楼、汽车、飞机、房地产等等的）可以很快地降低有效购买的价格。

1985 年 12 月 31 日

股市的总收益取决于三个变量之间的相互作用，这三个变量是：公司盈利率、股利支付率和股票价格。为了说明问题，我们设想有一种叫“S&P400”的股票，这股票可赚得每股 14%的收益还有 45%的股利。假如这只股票一直保持与面值相等的价格，那它会产生 14%的市场收益。假如这只股票价格能卖到面值的 1.8 倍，那它只能产生 11.2%的市场收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$收益=\frac{每股收益\times股利支付率}{股票现价/股票面值}=\frac{14\%\times45\%}{1.8}=3.5\%$$

$$增长=每股收益\times再投资率=14\%\times(1-45\%)=7.7\%$$

$$总收益=收益+增长=3.5\%+7.7\%=11.2\%$$

为什么只有11.2%呢？这怎么可能呢？这实际上意味着证券组合从“原始资本”净资产价值所获得的回报少于过去11年中的任何一年！答案要从下列事实中去寻找：在过去的几年中，“原始资本”股票和整个股市都从近年来的股票升值中获得了巨大的收益。在不到4年的时间里，公司股票的市场价从高于面值10%上涨到接近高出面值80%。股价的这种异常的狂涨，再加上银行利息率的下降，导致在四年中股东得到20%的年收益率而每股平均收益率低于13%。一旦这种多重的膨胀过程一直正常发展下去，它给股市投资者带来的利益将达到上述讨论过的公司获利能力允许的极限。

我们毫不怀疑股价的上下波动将会永远持续下去。在整个1955—1973年期间，股价年平均达到面值的1.9倍至2.3倍，这一事实似乎意味着现在股价还有上扬的余地。然而，现今银行利率和公司负债水平远低于以前股价较高时期，近年来股价的多次上涨似乎又表明股价上涨的潜力已经减少。*

1986年6月30日

近年来股值上涨的程度可以通过下面表格里的相关数据来衡量。很显然，当我们能保持一组具有市场价格优势的优势产业的股票时，股价猛涨也会反映在“原始资本”的证券组合上。当我

---

* 在这一期间，股票价格曾在两年内上升了四分之三；总的来看其价值是被高估了。（约翰·特雷恩）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们满足于我们的股票比市场平均便宜时，我们发现作为整体的市场受长周期市场历史所形成的变化规则的支配。

在短期内新发行股票的数量、质量和交易活动的过份乐观的明显的警告信号又进一步强化了上述判断。1986 年第二季度新发行的股票数量达创纪录的 146 亿美元，比原先 1983 年二季度最高纪录的 117 亿美元还高出许多。1986 年上半年有 92 种新发行股票，而 1983 年全年才总计新发行 99 种新股票。“场外交易”容量相对纽约证券交易所交易量的比例，今年 5 月和 6 月分别达到 90：100 和 97：100，打破了 1983 年 6 月的 89：100 的纪录。所有这些短期警告信号足以引起我们评估股价时更加谨慎。

标准普尔 400 种股票平均指数

年份	价格/收益比率	股价对面值的倍数
1978	8.2	1.2
1979	7.5	1.2
1980	9.6	1.4
1981	8.2	1.2
1982	11.9	1.3
1983	12.6	1.5
1984	10.5	1.5
1985	14.9	1.8
1986	18.4	2.1

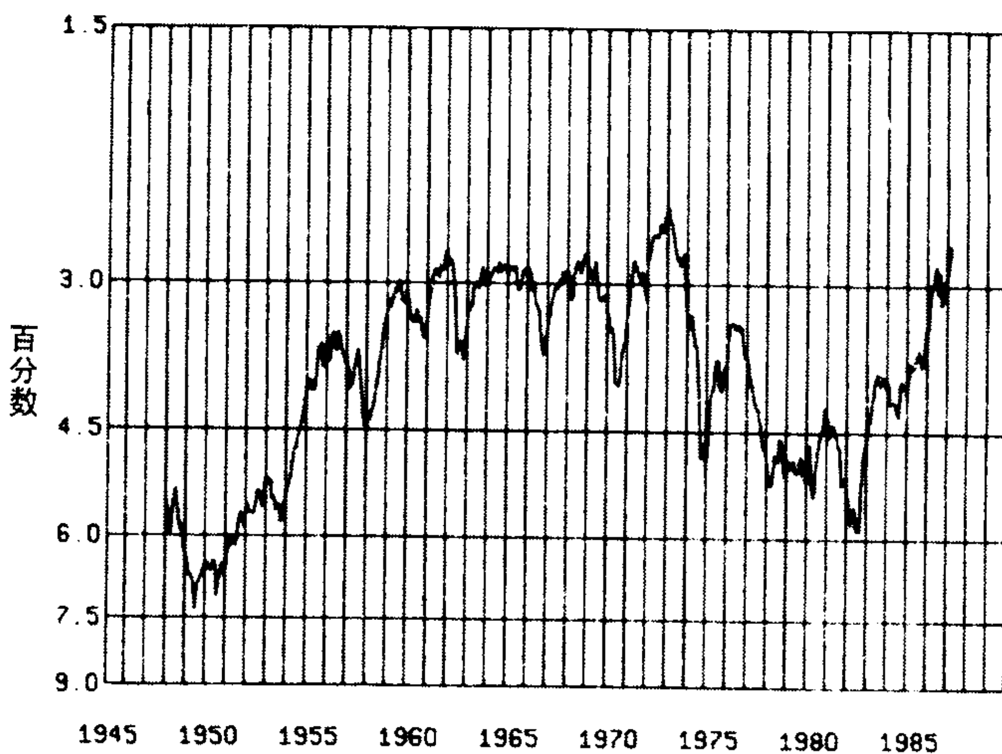
资料来源：“原始资本”年度报告。标准普尔统计数据，1986 年 6 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986年12月31日

现在股市的特征似乎可用牛顿力学第一定律——“运动中的物体总趋于保持运动状态”来描述。证券市场正随着大笔资金的注入、竞争性的接收和项目交易的鼓点节奏不断处于“运动”之中。用业已确定的股票价值的标准来衡量，现在股票价格已达到了过去40年市场价值波动的上限的水平。这种判断可以用下面这幅以衡量价值最准确的股息收益率为标准绘制的曲线图来说明。*

标准普尔工业指数股息收入



1987年6月30日

在过去的5年中，股市比它所代表的企业界要景气得多，股市对企业未来的预期业绩很可能难以实现。

---

* 股票价格上升了1/3，此后一年又回到原处。（约翰·特雷恩）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去的5年中，股东所实现的收益率用标准普尔500种股票平均指数来衡量则超过了28%，用道·琼斯工业平均指数来衡量则超过了30%。这一高收益率是1930年以来所仅见的。当全美上市公司在这5年获取12%的收益率时，其股东们却获得了这个比率的两倍半（30%）。就像股东在一家有固定股份的投资公司中获得的回报要远高于其股份要经历从折价到溢价过程的附属证券组合的收益一样，上述情况使得美国企业的股东们从对公司资产的大面积重估中获益良多。在过去的5年中，股票价格已从面值的1.1倍上升到面值的2.5倍，后期收益从8倍上升到25倍，而分红收益从6%降至2.3%。这一五年期间，经历了从历史上最低价位到创记录的高价位的增值过程。这一过程又被银行利率下降、公司收购重组障碍减少以及由美国外贸赤字引起的外资对美国股市投资量猛增等因素推波助澜。尽管我们对股市的一再涨价已习以为常，但这种增值趋势可能难以长久维持，而且定额投资基金的证券组合在一定时期内增值快于附属股票毕竟是一个暂时的过程。同样地，整个股票市场不能总是通过股票的增值来发展。就象固定股份的股票市场的回报最终要受制于长期证券组合的回报一样，美国公司的股东们不能总是获得相当于这些公司经营所得的两倍半的回报。由于这一情况已持续了5年，现在它看起来像是一个正常的可以持续的过程，但很明显并非如此。

下面我们来看看“原始资本”投资证券组合的情况。这些证券都富于流动性，以固定收入债券为重点，尤其以那些短期债券为主，普通股票不是投资的重点。正如我们一直强调的，我们的投资决定以对某个投资对象的投资吸引力评估为基础，而不是对整个证券市场的走势的预测判断作基础。当我们发现投资机会并付诸实施时，我们的收购总多于市场的售出。由于富于吸引力的长期投资机会的稀少和我们对这种机会的耐心等待，这就不可避免地使“原始资本”投资组合的业绩，低于牛市状态下的证券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场平均水平。这里有必要重复一下我们在1983年第一季度报告中的总结性评论，那段评论写于一次牛市的前夕，评论说："投资是要到几年以后才能见分晓的长期过程。不过这一事实由于证券市场短期内的剧烈波动而容易被人们所忽视。"下面这段引自1981年第一季度报告的引言适合表述这种关系："投资过程中最受忽视的因素是投资时机的选择。等待合适时机抛出在手的证券，等待某潜在的投资对象跌至合适的价位时吃进，这种等待能力常常要求一定程度的耐心，而面临证券市场价格波动时要保持这种耐心是十分困难的。"*

1987年12月31日

股票市场从1982年8月开始的长达5年的牛市，随着10月19日股市狂跌而终止。这是一次非同寻常的股市高涨之后的非同寻常的终结，在许多方面独具特色，值得认真评点。

首先，这次牛市是从投机性强的小额股票价格上扬开始的。从1982年夏到1983年夏的第一年期间，美国证券交易所平均每股涨价超过140%。这次二级股票的涨价是从1975年开始的股市高涨趋势的顶点。与此相伴随的还有新发行股票市场的繁荣以及证券交易所和"场外交易市场"交易量的显著增长，这些都是投机性股市狂涨的典型征兆。当1984年上半年整个股市经历了"温性"的15%的上涨率时，投机性资本过度集中于小额股票的现象有所改变。在随后3年股市增势中，小额股票不再位居投资的中心地位，人们的投资兴趣日益集中于大额的热门股票。事实上，对大额热门股票的投资的集中程度是如此之高，以至于到1987年后期，小额股票在落后于大额热门股4年之后，其价格低到了它们在1974年熊市中的水平。

此外，除了小额股票早期的高投机性热和后来的价格相对下

* 几周之后，在1987年10月股市发生狂跌。（约翰·特雷恩）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌之外，这次牛市的非同寻常之处在于，整个股市用道·琼斯工业股票平均指数来衡量涨了三倍多，而从1981年到1987年间股票收益仅增长不到15%。正如我们在年中报告中所说的，这次牛市股价的上涨可能主要"通过公司股票的大规模重新估价来实现。在过去的5年中，股票价格已从面值的1.1倍涨至面值的2.5倍。后期收益从8倍涨至25倍，而股息收益率从超过6%降至2.3%。这5年已经历了从历史最低记录增值到打破了最高纪录的高水平的再估价的过程"。以往股市从未有过在这么短的时期里经历这么显著的再估价过程。

最后，这次长达5年的牛市的终结方式具有非常显著的特点。股价从未下跌得如此之快，在10月19日和20日特殊情况下终结了牛市。我们认为这三种现象——对二级股票兴趣的下降、股价上涨的不受限制和最后的急剧下跌——都与期权交易，尤其是股票指数期权交易的发明和被广泛接受有很大关系，同样也与股票指数和证券组合保险的日益广泛应用有关。

证券组合保险是学者们建议的用以在证券市场大跌的情况下保护证券的经营策略。简单地说，我觉得这种策略相当于预定损失底线金。如果一位投资者以每股10美元购进一只股票，预期它将涨至20美元，这时他可以向保险公司购进18美元的损失底线，以防万一股价跌至18美元以下（此时损失由保险公司承担）。随着股价的上涨，他可以不断提高他的损失底线。这样，投资者可以不管股票是否被高估，他可以尽力投向似乎无价格上限的热门股票，而不必担心股价可能跌破预定的价位（因为低于预定价位时的损失属保险范围）。证券组合保险不过是对预定损失底线金的一种较为复杂的运用而已，通过这种手段，大的投资机构可在价格跌至其预先设定的底线时，通过出售股票（或股票指数期货）来减少资产的损失。

证券组合保险的发明者们是证券市场的奇才高手，这一技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上 1982 年牛市开始时还没出现，后来迅猛发展，营业额很快增加到 1000 亿美元。当证券组合保险这一新技术在获得支持方面异常成功时，就有人怀疑这种成功将导致这种技术在实践中的最终消亡。采用了证券组合保险的投资机构认为他们不受市场风险影响，因此并不关心股市增值状况。他们真的认为他们拥有交易的好处而没有相应的风险。这样当股价飞升时，减少证券交易量的明智决定就会被拖延，甚至根本就不被考虑。

当然，做事后诸葛容易，我们现在知道证券组合保险并不像其广告上说的那般美妙。令人感兴趣的问题是证券组合保险是否起过作用。如果证券市场参与者中只有有限的少数参加了证券组合保险，他们的吞吐规模不能左右整个市场，那么对这个问题的回答也许是肯定的，证券组合保险是起了作用。即使是头脑最简单的投资者，也能认识到证券市场不可能承受投资者投资意向的高度一致性。如果人人都想抛售，那么必然导致股价的大跌。如果我们假设一位投资者买了许多终止损失保险单，保险底线为每股 18 美元，那么他的出售指令不会在 18 美元价位时执行，而会在 18 美元以下的价格上执行。假如出售额非常大又非常集中，股价将大大低于 18 美元，跌至买卖双方数量平衡时的某一低价位。由于某些原因，这些似乎明显的事实（供求定律）在某种程度上被忽视了或奇怪地被认为不适用于证券组合保险业务产生的出售指令。预先确定的证券组合保险项目所产生的售出指令的大崩溃，决定了 1987 年 10 月 19 日市场的突发性。由于采用了证券组合保险技术，一些必要的市场判断被大大延缓，而证券保险的推销者由于他们预先的决定规则，只好继续推销保险单，而不管证券市场价格变化的情况。这次大抛售最先主要集中于期货市场，但很快转移到纽约证券交易所。去年夏秋时节，证券市场的价格高估几小时便在这大抛售中消失了。这样，去年夏天迅猛的证券价格高扬几乎在转眼之间消失，而没有价格逐渐下滑的较长过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录四 “原始资本”基金的投资组合与统计表

投资组合（1988，12.31）

发行者	所属行业	持有量	成本	价值
普通股				
阿尔伯特实验室公司	保健	65600	2955992	3157000
第一银行公司	银行	151925	3240265	3380331
联合班达公司	耐用品	98400	940180	6408300
宝施一隆布公司	保健	130600	4806431	5664775
布里斯托一梅尔斯公司	保健	72100	2842132	3262525
佰顿集团公司	消费者服务一零售	31700	610187	400213
CPI 公司	（同上）	136400	2164463	2728000
资本城市/ABC 公司	信息通讯	9900	2289481	3586275
德芳公司*	（同上）	257800	4107325	3093600
多纳里父子公司	（同上）	88800	2895766	3074700
德里福斯公司	金融服务	93600	2368472	2340000
艾默生电器公司	耐用品	100600	2824684	3043150
第一国民银行	银行	3501	3102960	4726350
第一瓦科维亚公司	银行	110500	4253991	4185187
弗里伍德产业公司	耐用品	178100	3959583	4452500
IBM	信息通讯	60600	4643507	7378050
LADD 家具公司	耐用品	245600	3039300	3407700
自由之家公司	（同上）	70500	634500	502313
洛克泰特公司	物资	39200	1240786	1283800
劳丝公司	多行业	68100	3303454	5371387
卢富金产业公司	能源	20300	4131100	2892750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行者	所属行业	持有量	成本	价值
马什—麦克里纳公司	保险	143200	8058754	8055000
麦尔维尔公司	消费者服务—零售	160000	6926988	11900000
商业银行公司	银行	100000	3180252	3550000
米勒公司	耐用品	210300	4421160	4179712
摩根富岛公司	物资	103900	3656156	3831313
国民服务产业公司	多行业	152600	3120802	3280900
石油合伙公司	能源	308900	5887922	6641350
普菲泽公司	保健	71700	3780734	4149637
彼特维公司	多行业	55100	1634808	5234500
泰晤士镜报公司	信息通讯	117900	3863319	3875963
环球家具公司	耐用品	43000	633563	800875
VF 公司	非耐用消费品	148500	4154026	4269375
劳伦斯计算机服务公司	信息通讯	37300	1258914	1627213
维加特投资实业公司	房地产投资信托	123800	2419567	3172375
顶点国民保险公司	保险	247930	4163353	4338775
其他			1563019	1727018
普通股总计			119057896	144972912
优先股				
联邦家庭贷款抵押公司	金融服务	50300	2455234	2515000
其他优先股			267334	263863
优先股总计			2722568	2778863
可转换债券		**票面金额**		
赛特思公司—5.25% 2002 年	保健	3295000	1891300	1726825
键盘系统公司—8.5%，1998 年	耐用品	2866000	2488195	2378780
基因技术公司—5%，2002 年	保健	3100000	1962750	1697250
吉福特·米尔斯公司—6%，2012 年	非耐用消费品	2887000	2076390	2150815

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行者	所属行业	持有量	成本	价值
国际纸业公司—5.75%，2002	物资	2815000	2350056	2378675
麦格纳国际公司—7%，1993	耐用品	735000	746700	591675
路斯公司—5.875%，1996	建筑及房地产	2400000	2078500	2448000
节能公司—8.125%，2005 年	能源	1400000	1050000	882000
圣保罗公司—7.5%，2000 年	保险	1934000	2464303	2519035
海门技术公司—6.75%，2012 年	耐用品	3590000	2122038	1893725
可转换证券总计			19230232	18702780
不可转换债券				
联邦农业信贷银行系统—14.7%，1991 年	美国政府	5000000	4902750	5571900
美国家庭储蓄银行—10%，2021 年	管理公司	1053500	1053540	1009390
里尔石油公司—12.625%，1997 年	同上	2886000	2943720	2950935
MSA 购物中心—10.95%，1998 年	同上	4100000	3945141	4012875
多媒体公司—0/16%，2005 年	同上	8390000	7137480	7131500
NRM 能源公司—0%，1989 年	同上	11950000	11688676	12189000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行者	所属行业	持有量	成本	价值
海军之星金融公司				
—7.5%，1994 年	同上	1400000	971600	1247750
—7.625%，193 年		3758000	2126131	3480848
—8.625%，1991 年		1081000	1022236	1039111
SCI 控股公司				
—0%，1991 年	同上	2700000	1966673	1940625
—0%，1992 年		8000000	5084989	5110000
—15%，1997 年		5700000	6426750	6334125
得克萨斯资本公司				
—8.25%，2000 年	同上	5000000	4984150	4975000
美国国库券				
—8.125%，1998 年	美国政府	4500000	4147031	4214520
—9%，1993 年		5000000	4990625	4975000
顶点国民保险公司				
—10.25%，1994 年	管理公司	2000000	1736111	1970000
其他不可转换证券			1580986	1566276
不可转换证券总计			66708589	69718855
总投资			207719285	236173410

* 非收益性证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要的普通股投资的统计数据（1988.12.31）

	基本投资数据						评价指标数据				
	每股盈余		10年的增长情况		资产	净资产					
	1978	去年12月	增长率（%）	每股盈余下降的年份	负债率（%）	收益率（%）	年终价格（美元）	1987－88年度价格波动范围	市盈率	价格/帐面价值	股利（%）
阿尔伯特实验室公司	0.62	3.33	18	0	28	35	48	43～52	14.5×	4.7×	2.5
第一银行公司	0.76	2.61	13	0	15	19	22	21～28	8.5	1.5	4.7
班达公司	0.85	4.68	19	1	34	53	65	53～67	13.9	6.8	1.4
宝施一罗布公司	1.27	3.27	10	1	24	17	43	33～48	13.8	2.2	2.3
布里斯托—梅尔斯公司	0.77	2.88	14	0	11	26	45	38～47	15.7	3.7	4.4
资本城市/ABC公司	3.80	21.40	20	0	37	18	362	297～370	16.9	2.2	0.1
CPI公司	**	1.62	24*	1	0	27	20	17～22	12.3	2.7	2.0
德芳集团公司	**	1.33	**	1	22	20	12	9～15	8.8	1.6	0.0
多尼利父子公司	0.75	2.64	13	0	14	18	35	30～39	13.1	2.2	2.5
德里福斯公司	0.12	2.27	35	1	1	18	25	24～31	11.0	1.7	2.1
艾默生电器公司	0.98	2.31	9	0	23	20	30	27～36	13.1	2.4	3.7
联邦家庭贷款抵押公司	**	5.43	56*	0	39	35	50	46～52	9.2	2.5	5.0
第一国民银行	66.70	159.29	9	3	0	11	1330	1270～1370	8.3	0.9	2.3
第一瓦科维亚公司	1.24	4.34	13	1	20	17	38	33～41	8.7	1.4	4.0
弗里伍德产业公司	1.01	2.75	10	3	14	19	25	17～27	9.1	1.5	2.6
IBM	5.32	9.27	6	4	18	15	122	104～130	13.1	1.9	3.6
LADD家具公司	**	1.32	46*	0	28	27	14	11～17	10.4	2.2	2.2
洛克公司	1.03	2.65	9	2	19	25	33	27～39	12.4	2.8	2.7
劳丝公司	1.21	7.79	21	1	30	22	79	62～83	10.2	2.2	1.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卢富金公司	10.94	5.12	(7)	6	0	4	135	130～190	26.4	1.0	5.9
马什—麦克里纳公司	1.23	4.09	13	2	26	37	56	45～60	13.8	5.4	4.4
麦尔维尔公司	1.76	6.40	13	0	9	24	74	53～77	11.6	2.7	3.5
商业银行公司	1.64	4.15	10	1	9	17	35	33～40	8.5	1.3	4.0
米勒公司	0.35	1.94	18	2	30	22	20	19～27	10.2	1.9	2.6
摩根富岛公司	0.95	3.34	13	1	22	16	37	36～46	11.0	1.6	2.5
国民服务产业公司	0.58	1.80	12	0	4	17	22	18～25	11.9	1.9	3.9
普菲泽公司	0.58	4.70	12	1	21	21	58	47～60	12.3	2.3	3.8
彼特维公司	1.47	8.35	3	6	22	13	95	73～100	11.4	1.3	1.9
泰晤士镜报公司	4.75	2.28	8	2	36	20	33	29～40	14.4	2.6	3.0
环球家具公司	1.04	1.61	22	3	35	19	19	13～19	11.5	1.9	0.9
VF 公司	0.22	2.64	22	1	29	18	28	24～34	10.9	1.8	3.1
劳伦斯计算机公司	0.39	3.15	15	0	9	17	44	35～45	13.8	2.1	1.8
维加特实业公司	* *	2.09	* *	1	67	28	26	22～28	12.3	3.5	6.6
顶点国民保险公司	0.54	2.15	15	2	10	16	17	14～22	8.1	1.1	4.6
原始资本基金指数			14.0	1	20	19.0			11.5	2.0	3.1
道·球斯工业指数			4.7	4	33	18.5	2168.57		11.1	1.9	3.8
标准普尔工业指数			7.4	3	37	19.5	321.26		12.0	2.1	3.0

* 6 年的增长率

* * 没有可比数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录五 温莎基金报告单

1981 年

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
铝	4.8	—34.2	雷诺兹钢铁公司(—29.9) 凯瑟铝业公司(—33.3)	D⁻	成绩极差——在经济复苏的形势下，应该能取得盈利。
服装	4.1	—7.1	国际公司(—3.6) 蓝贝尔公司(—9.8)	C	成绩平平
银行	12.8	+11.7(非纽约地区) +29.2(纽约地区)	第一利益银行(+27.2) 第一波士顿国民银行(+19.4) 彼兹堡国民公司(+36.2) 第一海洋公司(+32.3) 弗吉尼亚国民银行(+54.1) 南卡罗来那国民银行(+32.9) 夏威夷银行(+21.3) 第一田纳西国民银行(+36.5)	A⁻	终于得到了回报——无论是在选择股票还是在投资力度方面都是成功的。
集团公司	2.5	—2.7	西北工业集团(+67.4) 斯科特—费泽集团(+26.1)	A	我们的采油设备的供应者——西北集团是无与伦比的。
耐用消费品	1.6	+12.6	旋风工具公司(+30.7)	A	非常成功的选择
集装箱	1.7	+7.1	铁锚公司(—17.4)	D	生不逢时
金融(个人贷款)	2.2	—10.7	国际家庭公司(—15.6) 联合食品公司(+26.7)	D	成绩很差。但是短期利率的下降应该对它有所帮助。
食品	6.4	+14.8	通用食品(+6.5) 达特·卡夫公司(+17.5)	B+	虽然通用食品的成绩低于平均水平，但总的来说，成绩不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
保险	4.6	+22.3	伊特纳人寿和实情保险(+21.3)旅行家公司(+27.1)	A⁻	费尽了心血
媒体	1.1	+23.9	《华盛顿邮报》(+25.7)	A	有些意外
石油	19.4	−19.0	皇家荷兰公司(−32.8) 埃克森公司(−20.2) 海湾石油公司(−9.7)	B⁺	如果考虑到本年度买进卖出大陆石油公司的情况，成绩还是不错的(该公司在春季的低价位让基金挣了一大笔钱。)
纸业	1.6	−8.1	米德公司(−10.6)	C⁻	这也是一个正在复苏的行业
饭店	4.3	+36.0	麦当劳(+58.2) 教会烤鸡公司(+2.9)	A	麦当劳的成绩光彩夺目
零售业	5.8	+5.9	麦尔威尔公司(+4.0) 美国鞋业(+103.8) K 牌公司(−12.3)	A	美国鞋业的成绩很棒，此外，抛售列维兹也赚了大笔利润
电话	3.8	+20.7	AT&T(+19.6)	B⁺	电话业的市场前景看好
鞋业	0.4	+5.8	布朗集团(+29.1)	A	久经考验的一种股票
轮胎橡胶	1.2	+4.4	固特异集团(+5.1)	B	不可或缺的汽车产品
卡车	1.3	+10.2	RLC 公司(−30.4) 联合运输公司(+48.7)	A	成熟股，虽然 RLC 欠我们很多钱；D&O 公司的抛售，利润极为可观
公用事业—电子	1.7	+9.4	中央和西南公司(+10.9) 霍斯顿工业公司(+11.1) 联合爱迪生公司(+37.8)	A⁻	股票的选择很好

* S&P 指数的平均增长率为−4.4%

1984 年

铝业	1.0	−17.8	雷诺兹钢铁公司(−7.8)	C⁺	价格应该可以上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
汽车	8.5	+3.9	通用汽车(+3.4)	A⁻	在本年度及时地买下通用和福特是明智之举。
银行	13.3	-9.9(非纽约地区) +10.8(纽约地区)	第一利益银行(-9.5) 日本摩根银行(+18.3) 波士顿银行(+5.9) 核心金融公司(+40.6) 第一联合银行(+18.9) 第一田纳西银行(+28.0) 夏威夷银行(-4.8) 中央银行(+12.4)	A⁻	除了对第一利益银行的投资过多之外，都不错。
建筑	3.0	+3.3	吉弗德—希尔(+12.8 穆尔—麦考麦克(-10.8)	C	如果水泥的价格再高些多好。
计算机和商业机械	0.3	-2.7	静电产业(-22.4)	C	已经以50美元的价格抛掉了很多。
化肥	1.8	-3.8	国际矿物化学公司(-10.8)	D+	对化肥的需求量必须增加，否则……
保险	7.7	+2.8	旅行家公司(+16.1) 伊特纳公司(-1.7) 西格纳公司(-18.6)	B⁻	这些股票应该上涨，因为这一行业的利润率已上升到20%多。
天然气产品	8.6	+0.8	田纳西公司(-11.7) 东方潘汉公司(+2.8)	C+	抛售开拓者公司和特兰斯公司的利润很高；西纳西吞了我们不少钱
石油	12.9	+15.4	皇家荷兰公司(+14.2) 大西洋富田公司(+10.6) 埃克森公司(+14.4)	B+	这是个利润很高的领域，而我们成绩平平。
铁路	1.9	-15.3	南方诺福克公司(-5.5)	C	这个公司不该是这样的成绩——它有10亿美元！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
清洁剂	0.6	+1.5	A·E·斯坦利公司(−24.4)	D⁻	糟透了
电话	12.6	+1.6	AT&T(+13.5)	A	成绩优秀，股利很高。
公用事业—电子	8.5	−1.8	得克萨斯公用事业公司(−1.9) 霍斯顿工业公司(−4.3) 中央和西南公司(+4.9) 埃尔．帕索电子公司(−18.3)	B⁻	比预想的要好，而且股利分配也不错。
* S&P 指数平均增长率为+1.6%。					
1985 年					
农业	1.2	+10.9	国际矿物化学公司(+2.6)	C	或许它的不景气正在开始
铝业	1.0	−10.8	雷诺兹钢铁公司(−7.8)	D	令人心酸。但是它的存货比例有所下降，合理精减人员，——1986 年的情况应该转好。
电器	0.9	+5.7	旋风工具公司(+0.9) 神奇器具公司(+49.4)	B+	各股成绩不同，但是神奇器具真有些神奇了。
汽车	10.5	−7.5	福特汽车(−1.1)	D	福特的成绩出乎意料，但是通用却又太糟——明年的汽车行业或许能给人惊喜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
银行	13.3	1.8 (非纽约地区) +30.5 (纽约地区)	第一利益银行(+28.0) 日本摩根银行(+39.7) 波士顿银行(+39.1) 夏威夷银行(+31.5) 田纳西银行(+31.5) 核心金融公司(+36.2)	A	成绩一直不错
建筑	1.3	+18.3	吉姆·瓦特公司(+28.9)	B+	吉弗一希尔公司的消失对此有促进作用。
保险	3.9	+40.3	旅行家公司(+23.3)西格纳公司(+56.4) 健特纳公司(+36.0)	A	利率的上涨为这个行业带来了丰厚的利润。
机械	1.1	-9.2	卡敏斯发动机公司(-13.4)	D	商业环境和价格都比预想的要糟。
天然气产品	6.4	+28.3	田纳西公司(+4.5) 东方潘汉公司(-1.4) 哥伦比亚天然气公司(+17.4)	C-	抛掉北方国际公司是明智之举，但是田纳西和潘汉公司的成绩太差。
石油	14.3	+17.8	皇家荷兰公司(+29.1) 埃克森公司(+25.7) 大西洋富田公司(+40.4)	A	我们在这里投资很多，而它也没让我们失望。
游车	0.6	-16.7	福利伍德公司(-15.9)	C	本年度对福利伍德的卖出及重购交易赚了利润。
电话	9.0	+17.0	美国西部公司(+18.6) 西南贝尔公司(+19.3) 美国科技公司(+25.4)	B+	电话业仍然不错，我们的投资也不少。
运输业	1.7	+23.2	南方诺福克公司(+24.7)	B+	卖出黄色运输系统的利润更为可观
公用事业一电子	7.3	+12.1	德州公用事业公司(+7.5) 霍斯顿工业公司(+29.0) 埃尔帕索电子公司(+10.7)	B-	比平均水平稍高

* S&P 指数平均增长率为+14.3%

1986 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
农业	0.4	+42.6	国际矿物化学公司(-33.7)	D-	无与伦比的失败
铝业	4.7	214.2	雷诺兹钢铁公司(+47.0)	A	行业选择不错
汽车	15.5	+33.2	福特汽车(+85.1) 通用汽车(+6.6)	A-	福特很棒，却被通用搞坏了，幸好，通用已经开始纠正自己的错误了。
银行	14.0	+18.3(非纽约地区) +30.0(纽约地区)	花旗银行(+17.0) 第一利益银行(+8.2) 银行信托(+38.3) 太平洋证券银行(+33.2) 波士顿银行(+54.3) 日本摩根银行(+61.3)	B+	花旗银行和第一利益银行明年将有所作为，其他的股票都很好。
计算机和商业机器	4.9	+6.8	IBM(-4.9)	C-	买进价太高了。
保险	8.1	+13.5	西格纳公司(-6.2) 旅行家公司(-1.4)	C-	年初时抛掉了一部分。
天然气产品	6.0	+7.2	田纳西公司(+7.6)	D+	高出平均水平 0.4%
石油	13.7	+10.4	大西洋富田公司(-13.6) 壳牌运输公司(+31.2) 皇家荷兰公司(+38.8) 标准石油公司(-5.1)	A-	我们的石油投资 84% 集中在埃克森、皇家荷兰和壳牌运输之中。
储贷	3.9	+59.5	金色西方金融公司(+50.5) 大西洋金融公司(+51.4) H·F·阿马森公司(+74.9)	B+	明年应该继续持有
电话	4.2	+43.9	美国西部公司(+38.2) 西南贝尔公司(+37.3)	A	资本增值和股利都很好
公用事业—电子	7.3	+33.6	霍斯顿工业公司(+22.0) 德州公用事业公司(+19.7) 埃尔·帕索电子公司(+24.6)	C+	行业很好，可惜我们的选择却不好。

* S&P 指数平均增长率为+28.5%

1988 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业	净资产比例(%)	S&P 指数增长率*(%)	温莎基金的增长率(%)	成绩	评论
航空/国防	1.4	+23.8	波音公司(+68.0)	A+	成绩优秀，选择正确。
航空公司	7.2	+26.6	美国航空公司(+39.4) 三角地航空公司(+31.6) 西北航空公司(+33.2)	A	机票价格的上涨有助于利润的提高。
汽车	22.2	+34.3	福特汽车(+36.4) 通用汽车(+42.5)	A	另一个成绩突出的领域
银行	16.0	+26.8	花旗银行(+24.1) 银行信托公司(+18.7) 美洲银行(+113.0) 绍马国民银行(+42.3)	A	美洲银行的成绩令人目瞪口呆。
计算机 系统	6.2	-6.6	IBM(-0.1	C-	这艘巨轮就要出港了。
保险	13.8	+0.6	西格纳公司(-4.2) 伊特纳公司(-1.5) 旅行家公司(-0.3)	D	让人失望，但是不久之后应该好转。
天然气	1.2	+34.0	田纳西公司(+14.7)	B-	成绩不错(正准备退出)
零售业	1.8	+28.4	城市线路连锁店(+115.1)	A+	购买时机极佳。
储贷	7.0	+2.2	H·F·阿马森公司(-4.6) 金色西部金融公司(+14.7) 圣地亚哥家庭联盟(+4.5) 大西部金融公司(-1.5)	C	行业的混乱状况正在好转
电话	1.5	+5.5	德伊潘纳电话公司(+17.5)	B	迅速发展的西班牙电话公司。
公用事业—电子	8.4	+5.7	共同体爱迪生公司(+15.8) 霍斯顿工业公司(-7.5) 埃尔帕索电子公司(-2.4)	C+	10%的股利收入弥补了它的不足。

* S&P500 指数(1987 年 10 月 31 日—1988 年 10 月 31 日)增长率为+10.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录六 温莎基金投资组合

1988 年 10 月 31 日

	持股量	市场价值（单位:1000 美元）
·太空业——1.4%		
波音公司	1296500	84110
·航空公司——7.2%		
美国航空公司*	3872900	190256
三角地航空公司	3223500	162787
西北航空公司	1302400	70492
总　计		423535
·汽车——22.2%		
克莱斯勒公司**	12910450	343741
福特汽车公司**	12270300	631920
通用汽车公司**	4072800	339570
总　　计		1315231
·银行——16.0%		
美洲南方银行	22200	552
美洲银行*	6100000	112088
波士顿银行	2008823	49969
纽约银行信托公司**	5374180	204891

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗银行**	13390600	336439
南方公司银行	142800	3784
第一费城银行	18980	733
第一利益银行	2980651	142524
第一田纳西国民银行	60000	1657
国民城市银行	170900	5490
国民西敏银行	375300	10837
太平洋平安公司	577280	22940
绍马国民银行	1213400	32610
国民峡谷银行	540900	14672
威尔·法古公司	65500	4487
总　　计		943680
·建筑——0.7%		
霍那尼亚建筑公司*	318900	2432
考夫曼广厦公司	446000	4460
莱纳公司	525000	9384
MDC 控股公司	802800	2609
瑞兰德集团公司	1242800	20972
总　　计		39857
·化工产品——0.7%		
道化学工业公司	476200	42560
·公用电子——8.4%		
共同体爱迪生公司**	10250761	329306
埃尔·帕索电子公司	1714400	26573
霍斯顿工业公司	4848100	143019
总　　计		498898

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·电子数据处理——5.8%		
数字仪器公司*	1550000	148800
IBM＊＊	1596600	196182
总　计		344982
·房屋装修——		
绍尔工业公司	24100	548
·保险业——13.8%		
伊特纳人寿和灾情保险公司**	5096286	256725
西格纳公司**	5613700	284895
旅行家公司**	6727905	242205
美国F&G公司	1112245	33646
总　计		817471
·金属——0.3%		
费普斯·道奇公司	400000	19000
·天然气产品——1.2%		
恩瑟奇公司	112100	2088
田纳西公司	1408903	71326
总　计		73414
·石油——0.9%		
美国达海斯公司	691900	19806
菲利浦石油公司	575600	11584
USX公司	800000	22200
总计		53590
·零售业——1.8%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯灵顿服装公司*	554900	10612
环城连锁店公司	2155500	91070
第一皮尔进口品公司	190900	2148
总　　计		103830
· 储贷——7.0%		
H · F · 阿曼森公司	7524300	127913
美国储蓄银行	310000	5115
桂冠联邦储贷协会*	295000	5531
卡费德公司	1105000	24310
城标控股公司*	302900	12040
海岸储贷协会	840000	13020
克劳斯兰储蓄机构	900000	14513
密执根第一联邦公司	173400	2536
格兰菲德公司	504500	10910
金色西部金融公司	2383800	74494
大西部金融公司	2960050	48471
联邦家庭储贷协会	2015900	52665
家庭储蓄银行(布鲁克林)	572500	10734
SFF 公司*	330000	3919
华盛顿联邦储贷协会	345840	9943
华盛顿储蓄银行*	953	3
总　　计		416117
· 钢铁——0.1%		
德州工业公司	187961	5850
· 电话——1.5%		
德伊潘纳电话公司	3625300	85195

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

· 杂股——0.7%		
公平合作有限公司	654200	6460
海运合作有限公司	578200	5710
其他(0.5%)		31170
总　　计		43340
· 普通股总计(成本：4631105		5360033

	面值(单位：1000 美元)	市场价值(单位：1000 美元)
· 政府与机构债券—3.9%		
· 美国财政部债券		
8.875%　96.2.15	11600	11763
7.25%　96.11.16	45500	41974
8.875%　97.11.15	145500	147182
9.25%　98.8.15	30000	31106
总计(成本：225686)		232025

	持有量	市场价值(单位：1000 美元)
· 暂时性现金投资—4.8%		
· 商业汇票		
通用电子资本公司(8.1%，88.11.16 到期)	25000	24831
希尔森·莱曼公司(8.3%，89.1.25 到期)	51000	49942

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·回购协议		
公共现金账户中的美国政府债券(8.15%，88.11.1)	206372	206372
暂时性现金投资总计：		281.145
·总投资——99.2%		5873203
·其他资产和负债——0.8%		
其他资产		118516
负债		(71762)
		46754
·净资产——100%		5919957
·每股净资产价值		14.13

* 非收益性证券

* * 这十种最大的普通股投资占净资产的53.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录七　橡树籽基金报告摘选

暴民政治

1975 年 6 月 30 日

正值橡树籽基金为国庆 200 周年正式捐献活动之际，我们希望引用立宪者的一句易于被人忽略的话提醒各位。约翰·亚当斯 1776 年 4 月在写给艾比盖尔的信中最后说："我可以肯定任何一个合格的政治家都会像华盛顿将军那样策划一场反对专制、帝权、君主政体、寡头政治或者暴民政治的叛乱。"前面四种暴政我们每个人都相当熟悉，然而"暴民政治"这个词对我来说完全陌生。因此，我翻阅了词典，这个词对 18 世纪的政治学家们来说相当熟悉，甚至包括像亚当斯这样的一些激进分子。其意义是"暴徒或最低等的民众统治"。

阿列克西·德·托克维尔在 1835 年，从安德鲁·杰克逊对边疆民众为建立新英格兰而斗争的观察中认识到："在人类的心目中，依然存在着一种使人堕落的对平等的偏好，即鼓励弱者把强者降到一样水平上……自由并不是各种愿望中主要和永恒的目标（指民主国家）；平等是他们的偶像。……"

欧文·克里斯托在 1975 年 7 月的著名评论中写道："从亚里士多德到孟德斯鸠，所有这些古典政治哲学家都认识到对自治共和政体的基本威胁是一些野心勃勃、肆无忌惮的政客们对有组织贪婪地煽动……这是使民主政治贬值的观念。"

伊丽莎白·德鲁援引了《能源市场》中的一篇文字，题目是《议会民主主义者》（1975 年 7 月 21 日《纽约人》）："议会是一个低能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工具，无法解决难题。当经济扩张时，你可以放开一切，这时议会是成果辉煌。但是议会不想解决难题。”

现在距离约翰·亚当斯的著名信件已有200年整，专制政治、帝权、君主政体和寡头政治对我们所有的人来说仍然是十分熟悉的字眼。在水门事件中又一次证实了我们对上述制度的警惕性。暴民政治这第五个恶魔是否依然保持着一种威胁，而它太阴险以至于我们甚至忘记了呢？我们是否陷入一种由暴民主义者提供的富有竞争力的平民主义馈赠中？我们的政治家能否在华盛顿将军的精神感召下，排除万难去平衡预算，削减能源消费，提高资本形成？我们经过艰苦斗争摆脱了英帝国的专制统治，如果今天我们又染上英国的、通货膨胀和经济停滞，那将是令人失望的、具有讽刺意味的。

《旁观者》 1976年6月30日

橡树籽基金建立已有6年了，是我国年龄的3%，我们也应该在这个盛大的200周年纪念日为自己祝福。我们对1776年的纪念已经太多了，所以，有必要再往前推60年来看一看最伟大、最光荣的18世纪的社会政治思想。

制定美国宪法的最伟大的政治家的性格和写作风格都受到《旁观者》的影响。《旁观者》是一本随笔集，它由艾迪生和斯梯尔在1711年到1712年所写的一系列随笔结集而成，起初每周三篇，印刷在四页纸上，之后又以书的形式出版。富兰克林在1724年对这本书写下这样的话：“买回后一篇篇地读，你就会越发喜欢它。我认为文章写得很精彩，我希望能模仿它。”詹姆士·麦迪逊感到，《旁观者》的精神风格“尤其适合于未成形的年轻人的思想，可培养他们的正义感，增进他们的求知欲，对改进他们的思维与举止也大有裨益。”杰斐逊在他为年轻人开列的必读书目中，把这本书列为文学类的一种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《旁观者》由于它对在伦敦这一时期生活的幽默评价而显得很有趣，对风格剧院、文学、社会历史都有评价，文章风格也不错，简洁、直接、优雅。完全没有在他们之后的约翰逊和吉本的文章中的那种装腔作势的风格。这是一些最早的专门写给女读者的文章，是最早倡导女权的文章。

《旁观者》密切注视着英国社会贵族和乡村生活的变化，以及神学激情的转化。伦敦成了一个温文有礼的、反对教士的科学的城市。商业革命为工业革命提供了人力、思想来源和资金，它甚至是美国革命意识的先驱。随后，亚当·斯密也在1776年发表了《国富论》一书。

对于殖民地的律师、商人们（包括富兰克林、亚当斯、亨考克、里维尔、汉密尔顿和麦迪逊）来说，1712年的新商业阶层是个典范——他们是既有理智又注重实践的自由的热爱者，并尊重个人财产。

> 在联邦中，没有比商人更重要的了。他们在良好的机构的相互通汇中把整个人类联结到一起。他们分配自然资源，为穷苦的人谋职业，使富人变得更富，大家都因此受益。
>
> ——1711年5月19日

本杰明·富兰克林强调节俭、勤奋和节欲。他也会同意——

> 财富可以给人许多特权。事实上我认为，即使是最优秀最精明的人——他们可能会对某些物质财富嗤之以鼻——也很难对地位和名望无动于衷，而后者也是财富的有机部分，影响着人们的性格、目标和行为。
>
> ——1712年1月24日

1711年，新兴的商人阶层为了自由贸易不得不与贵族特权和商业限制作斗争。今天，工业巨头必须与一系列的政府部门作斗争。最新的部门纷纷建立，像环境保护署、职业安全与健康观察委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会、消费者产品安全委员会等，对环境、工人和消费者都作出了合法的保护。

那帮操纵大权的审视员们在有经验的人们的笔下，既花费巨大，又声名狼藉。与新产品的开发相联系的不确定性由于这种官僚体制而增加，我们国家革新与增长速度慢了下来。最近的感冒疫苗所面临的困境就是这样的情况之一。讨论这些东西对于这种散文来说显得太愚蠢。

对人而言，猪瘟糟透了，
但新疫苗还没制出来。
药厂无法承受到处滥用的危险，
保险公司不敢出头，因为这种危险的新产品刚制出来。
下令生产疫苗的国会也不会使那些冒险的生产者获得报偿，
国会议员们，请想一想你们的肺和脑子，
请打破常规，开发这种产品吧！
请想想你们的鼻子、嘴和健康的问题，
把思想从南极大陆上移开吧！

为今天而投资

橡树的枝叶要经历四季的洗礼，秋风吹落了叶子，但是春天会让一切再来。

——1711 年 9 月 17 日

大约在《旁观者》写成之际，詹姆士·瓦特和他的朋友们发现了怎样用煤炭使机器运行并由此开创了现代技术时代。具有批判意味的是，我们的世界在能源源源不断地供给下显得很孤立。能源工业在橡树籽基金中占有很大比重。上季度，我们购买了一些特耐科海上公司的可转换债券。在取得墨西哥湾天然气公司的控制权时，限制了风险。我们也在美国核工业公司——一个重要的铀的生产厂家中增大了自己的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18世纪的店主已被大规模经营和购物中心取代。橡树籽基金在三个成功的地区性开发公司进行投资，加上General Crowth Properties（在中西部修建的购物中心），我们还在Earnest W. Ham（以加利福尼亚为基地的开发厂家）进行投资，打下据点。

《旁观者》杂志过去的印刷质量相当粗糙，打印很糟糕，而当今世界通讯、信息的流动如同能源流动一样重要。电视播送和有线电视是我们有价证券的重要组成部分。考克斯电缆公司、美国电视通讯公司，二者都是有线电视产业的主要企业。我们在第二季度购买了它们的股票。在信息传递的其他领域，我们也在因科特中增加了投资，这是一家制造计算机终端的公司。另外还在麦特帕斯公司中占有一席之地（一个遍及全国的高度自动化的维修公司）。

这篇文章必须结束了，因为你是一位投资者，而不是一位历史学家，正像《旁观者》中所说的：

> "相对于一位普通学者，一位拥有良好判断力的商人是更令人愉快的伙伴。"
>
> ——1711年3月2日

长期趋势

1976年9月30日

为了在市场上获得长期收益，我们应该掌握能使我们持有的证券以足够百分比增长的长期趋势。"有效市场假说"认为下季度或下半年的盈利前景将会在普通股票中得到反映。从"有效市场"中脱身的一个方法是期待更长期的收益。

正如这种趋势所示，人们可以挑出以下几种股票：

静电复印机改变了办公设备，

喷气式飞机改变了航空工业，

空调使"新南方"成为可能，

通货膨胀条件下电器工业的问题在膨胀。

下面我们来探讨两例相反的方向基本趋势，两者都不时新，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们在现代世界中的重要地位决定了这种趋势将持续很长一段时间。这一讨论涉及两种平常的化学元素。

碳

在近200年中，廉价的碳成为一条大新闻。碳，发现于煤、石油和天然气中，意味着能源价格的低廉。廉价的碳被利用，称为工业革命。运输工业、金属工业、化学工业、电力工业都是由于使用了廉价的碳而建立的，这么说一点也不过份。世界上工业国几乎全部的工业构成和所有的家庭消费都是建立在廉价的碳的基础上的。甚至食品也要用燃料加工。更多的含碳能源燃料用于生长、交通、加工和食品烹饪上，而不是仅存在于食物的营养中。

1973年标志着廉价燃料开始退出。石油价格上涨了四倍多，世界上的煤炭资源正在枯竭，价格上涨，廉价的含碳燃料时代结束开启了将持续数十年的基本趋势。

这里的主要概念是：能源价格上升，而且将进一步上升。因此我们应该投资于制造能源的行业，而不是消费能源的行业，价格的上涨和能源的短缺必将使后者受到冲击。

硅

硅是一种很普通的元素，但直到20年前，作为一种纯粹的原料，它一点也不重要，虽然硅是沙子、粘土、岩石、玻璃的主要成份。硅金属列在1953年《物理化学手册》中的惟一用途就是作为钢和铝的合金。凝聚态物理学的发现改变了一切。从1948年半导体使用起，现在一块微小的硅片上可以传送数以千计的电路。微型电脑、10美元一个的计算器、电子手表、电视游戏附加装置是最近的重大发展。硅技术被用来加工信息。今天，信息传递价格十分低廉，而且更加便宜。在信息、通讯系统上价格的暴跌仍在继续。廉价的硅制品导致了一种能在很多年内影响投资的基本趋势变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里的主要问题是：信息、通讯价格下跌，而且还会继续。我们将在信息技术使用者身上投资，并且出售由于新技术的产生而过时的公司。

信息与能源

随着碳（能源）价格上升，硅（信息）价格下跌，世界将用信息来代替能源。例如，你要开车出席一次宴会，通过电视叫一位朋友，并安排只开一辆车，每一单位的信息利用都意味着节省相应数量的汽油。如果你能找出一个既节能又更多利用信息技术的公司，这就能成为一个较好的投资。

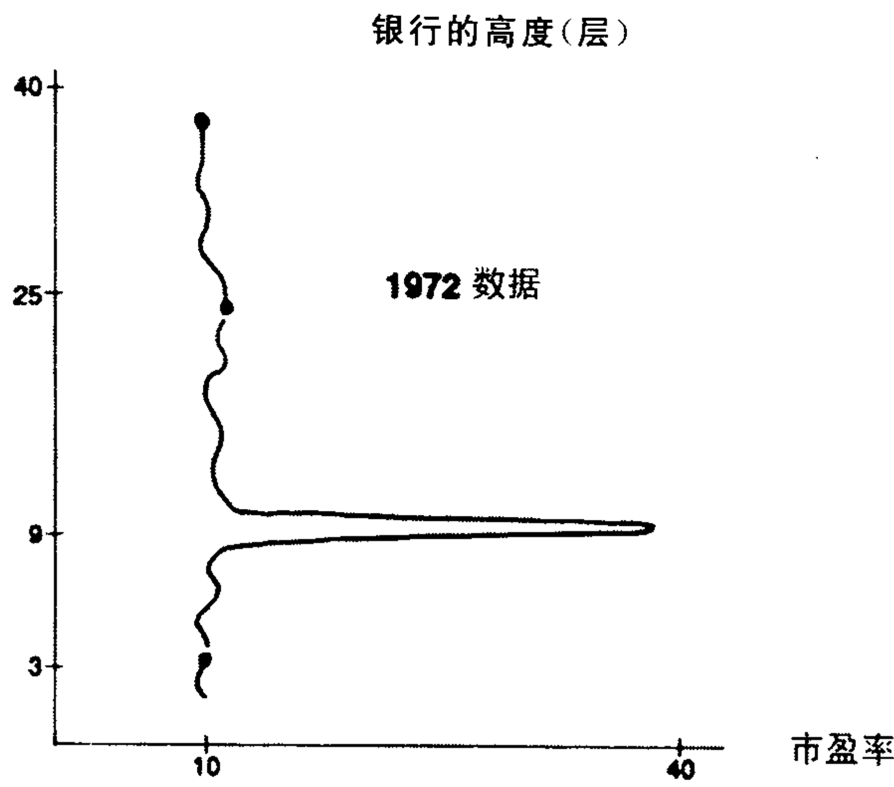
信息替代能源品是一个有力的，但很平常的观念，既适用于能源生产者也同样适用于复杂的电子公司如因科特、芬尼根和麦帕斯。

例如，购物中心已成为好的投资对象，原因是封闭的地区性购物中心能够节省时间，同时，它把成打的商店集中在一起，也节省了驱车的能源。成功的商店已经成为信息技术的使用者，大多数电视购物已具备树立品牌形象和传输连锁店图象的功能。

重温纵向不相连理论 1977年12月31日

1973年4月，当“50佳”中的成长股票以相对于其股息、收益或股票面值不相称的反常的价格出售时，其他大部分股票却以更合理的价格出售。我们试图使这种“双层”效果戏剧化。自从银行信用部门成为“单一决策增殖股”的最重要的支持者之一以来，我们就看到了一种仿数学思维——用图表来表示一栋楼房每一层的投资逻辑，原因是不同楼层的人对于不同股票值多少钱具有截然不同的概念。我们制作了一张图表，其中的纵坐标表示的是银行的楼层，横坐标表示与楼层相对应的市盈率，并把该图称为纵向不相连理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在3层楼,信贷官员乐于把贷款增加到300万美元贷给APL公司。(1972年的市盈率是9),目的在于使其扩展它增长迅速、获利丰厚的业务。

在25层楼,沃麦科的经理刚刚列清一份计划,将购回本银行12.5万股票(此种股票1972年时它的市盈率是12)。

在40层楼,银行董事长一直在谈论兼并。花旗银行正打算收购戴尔财务公司,这是一家有良好的记录正处于增长阶段的公司。该公司在纽约证券交易所上出售(1972年市盈率是10)。花旗银行以17的市盈率报价,但合并尝试失败了。

同时在9层楼,信托部的财务经理们不会想到去购买象APL,沃麦科、戴尔等在纽约证券交易所上市的暂且不受追捧的小公司,即使它们具有突出的记录和良好的前景,而且从统计数字上看还相当便宜。信托部更喜欢热门股票,哪怕是那些市盈率或市净率达到历史记录的股票。正是9层楼与3层楼、25层楼、40层楼之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间这些差别很大的想法，纵向不相连理论在图象上显示出奇怪的摆动情况。

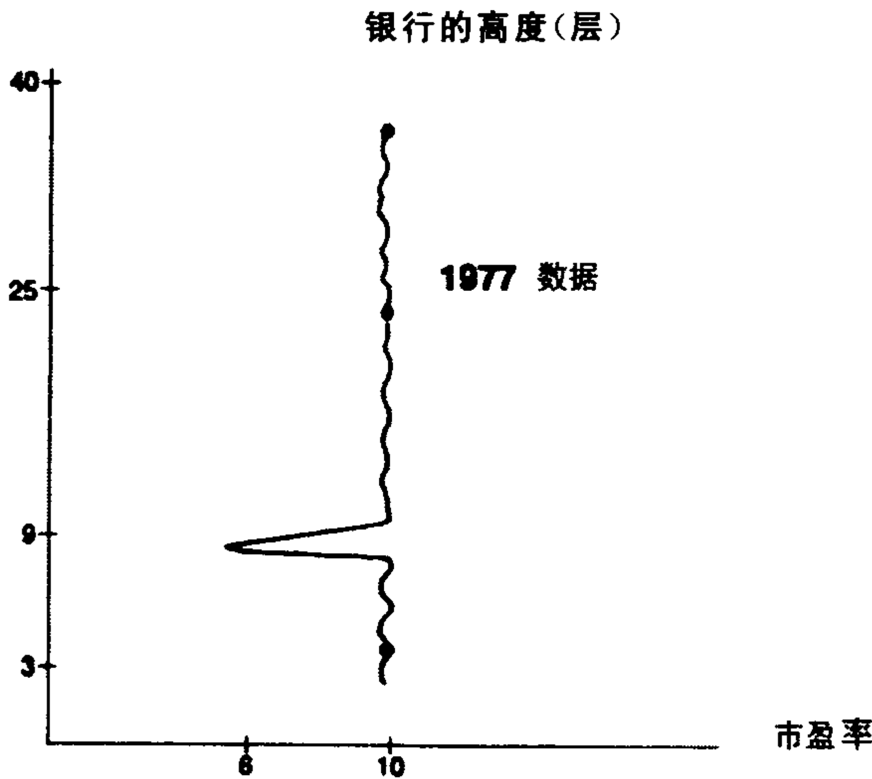
图表的颠倒

6种具有代表性的成长股（Avon、American Home Products、K—Mart、Burroughs、Schlumberger、以及 Texas Instruments）在1972年12月和1977年12月之间的平均变化率如下：

公布的收益	＋162％
支付的股息	＋180％
股票价格	－36％

5年间，这一组股票市盈率从48×跌到$13\frac{1}{2}$×。

由于这些被蹂躏的股票是几乎所有投资机构证券组合的主要组成部分，它们价格下跌使所有的股票名誉受到损害。今天，我们应该重新绘表如下：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商人谈论贷款以扩大经营规模、进行合并活动或计划购回它们自己的股票。但仍认为10左右的市盈率对于一个具有吸引力的公司来说是公平的。然而信托部和其他所有的投资者一样，认为5～8的市盈率才有吸引力。纵向不相连曲线过矫枉过正了。

这意味着许多股票以低于自身的价值出售，重新创造了股票控制的财产。因此，商人发现他们在华尔街买到的好的资本资产比花费资金建立新企业更便宜。这样，合并和收购的热潮就更大了。这种疯狂的交易将持续到股票涨到它的基础资产的价值。大多数这种收购在股票市场价格约2倍时才得以实现。例如，Carborundum，当Babcock和Willor，Cox cable，以及Incoterm，都被人以高价收购了。

我们相信，有经验的工业领导者比机构投资者有着更可信的对公司价值的判断能力。五年前有价证券经理们在市盈率达到40～60时进行投资，这次他们在市盈率为5～8时，对增加收益和红利的公司进行了投资。可惜他们两次都错了。

我们相信，大部分股票今天都是便宜的。当我们还记得3年前，通货膨胀把消费价格提高到比现在高15%～20%。今天购买的一般股票将至少有15%—20%上涨潜力。

公共部门的帝国主义 1978年12月31日

至少在最近40年，我们已经看到真正的政治力量从商业利益、公众、选举产生的官员，向一直在膨胀的官僚集团转移。这种现象在美国发生在联邦、州和地方，而在其他国家也是以同样的速率转移。今天，对于管制、税收这些部门强加在我们经济制度上的花费有一种反感情绪。在1978年12月23日《经济学家》“生硬的赞美诗”一文中，安慰性地列举了一些乐观的前景。在诺曼·麦克利这篇文章中，这个问题被称为“公共部门的帝国主义”。

拉弗教授创造的支持减税的经济理论受到了令人惊异的广泛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注。在加利福尼亚决议的第十三条提议是第一次反对政府过份干预的主要反叛行动，也是加利福尼亚公民的重大利益的反映。我们能削弱政府的地位吗？这将是一场长期的战争。

能源管制

今天，官僚们牢牢地控制了包括燃料、电力在内的能源部门。在最近的预算中，仅仅为了"数据收集行动"，能源部就要求2.87亿美元，政府实施的荒谬的价格控制系统把石油、天然气工业卷入其中，这需要资金来支持。同样，工业需要花费能源部的大量预算来提供所有的数据。

任何一位严肃的工业观察家都会意识到我们必须把发电能力从石油转移到煤炭和原子能上。这在今天的伊朗革命中看得更清楚。伊朗革命瓦解了我们所有的中东政策，并大大增加了我们在能源问题上的争吵。然而，当工业必须更少使用石油，并且应该被鼓励快速增长时，石油和原子能企业就由那些拖拉的联邦、州的立法管理机构来建立。亚瑟·黑利刚写了一本书《超载》，这是一本娱乐性的书，但对公用事业作了很好的研究，虽然他对性的描写大大超过了对该事件的报道。

就像用电者一样，密密麻麻的管理机制花费了我们每个人数百美元。这通过三种机制：一、能源企业过大的设计费与合法经营费。1960年，一个核反应堆要花费50万个工作时来设计，一个类似的，但更标准的反应堆现在要花费350万个工作时，增加了6000万美元的设计支出。二、由于增加了执照手续导致完工时间的拖延。于是，修一个反应堆需要12～14年，而实际上只需6年。三、通货膨胀（也是政府引起的）与时间拖延相互作用，增加了最后的开支。一个工业消息提供者估计，仅仅3年时间，拖延就会增加4.5亿美元（28％）——8.5％的通货膨胀费用。在处境困窘的夏洛克核反应堆问题上，据估计新罕布什尔每家每户增加了约1300美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的开支。这是一笔支付额外管理费的巨大资金。

塞尔比法则

密执安消费者电力公司 1960 年开始修建他们的第一个核反应堆，这项工程历时 3 年。1968 年，他们宣告核反应堆与 Dow 合建，1975 年完工，预计花费 4 亿美元。那项计划一次次被拖延，7 年后的今天，增加了 16.7 亿美元的新开支，4 倍于计划开支。消费者电力公司的董事长塞尔比先生和一个核工程师说："我要使你们确信，没有在预定时日过程上的高度自信心，我决不允许本公司承担另一个这样的工程。而今天，这种自信心并不存在。"塞尔比先生 57 岁，离退休还有 8 年，少于修建核反应堆所需要的 12 年的时间。如果他授权这样一项工程，他的生活将被数不清的公众审讯弄得很惨。但他的继承人将开启新反应堆。

没有人愿意去做自己出力而其他人受益的项目。我以塞尔比的名义宣布他的法则："当修建反应堆的时间超过了责任经理的任职期时，就让它见鬼去吧。"

网球与炮弹

1981 年 3 月 31 日

有一件关于网球的不寻常的琐事，在你下次参加鸡尾酒会时可以用到：为什么网球运动员比赛时以 15、30、40 等有趣的方式计分，而不是 1、2、3、4 呢？这个答案出自 1415 年围攻哈佛路的战役。英王亨利五世愚蠢地企图攫取法兰西而攻击哈佛路。他的军队包括三个发射石头的炮兵部队，炮弹的规格由石块的大小而定，分别是 15 磅、30 磅和 40 磅。

这种口头传闻出自《东方和西方》，作者是 C · 诺恩库德 · 帕金森，此人以帕金森法则闻名，他也是马来亚大学的历史教授。除网球以外，大炮的发明还影响了其他东西，例如，枪枝摧毁了封建制度，并使欧洲的力量得以征服世界的绝大部分。到 19 世纪末，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列颠和其他西方势力几乎统治了全球,但现在不行了,为什么?

帕金森教授认为,1905 年是本世纪最重要的一年,这一年有两件意义非凡的大事。一、俄国舰队在对马海战中被日本击败,标志着几个世纪来亚洲力量第一次击败欧洲力量。二、保守党在 1905 年选举中被击败后,英国削减海军预算以维持其社会福利。

> 劳德·乔治成为财政大臣,他对 1909 年预算进行演说的时候说,征收附加税是为了用于不可替代的社会福利,以免贫困和悲惨。这些税实际上是很重要的,包括一系列超额累进税,以及比这更沉重的死亡税。在 1906 年,在英国皇家舰艇革命中开始建造的无畏舰拉开了军备竞赛的序幕,不列颠只能保持最微小的领先优势。税收的增加可能被认为是不可避免的。。但钱并未花在海军上。相当一部分钱花在老年抚恤金上,这在理论上很昂贵的,而在实践上则更为昂贵。关于这项社会立法,更重要的是,它是向后看的。如若把钱花在教育或健康上,这些钱本来可以为正成长的下一代做一些事的。花在军备上,它可能防止一战爆发,或至少缩短它的延续期。实际上,这项计划是对老年人提供方便。这只有在这种冲劲减少的国家才是可能的。

你也许会想到类似的一系列事件,前几十年也在美国发生过。出于人道原因,我们增加了社会福利,容许我们的防务落后。同时,苏联及其盟友运用其相对优越的海、陆、空军力量直接使用武力达到目的。最近的一系列牺牲品可能包括苏联—阿富汗,埃塞俄比亚、南也门;古巴—安哥拉;叙利亚—黎巴嫩;利比亚—乍得;越南—柬埔寨。

实际上,要达到政治目的,不一定非要侵略其他国家。在波兰的对抗中,苏联及其卫星国为了达到目的仅仅集结了几十个师进行演习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们为里根总统及政府重建美国军事力量叫好。如果苏联及其卫星国相信他们具有军事优势，他们就会继续侵略，直到我们被迫打仗或放弃自己的根本利益。这种战争，例如在越南的战争，需要惊人的生命和金钱作代价。一个人可以声称在防务支出和社会福利二者之间没有真正的冲突。因为正如劳德·乔治和霍梅尼发现的那样，没有能力保卫国家，抚恤金是没有用的。

马提尼的力量

为什么16～19世纪，英、法、荷、俄、西班牙等征服了大部分美洲、亚洲和非洲，而不是土耳其或中国服征欧洲？这个问题听起来可笑，因为人人都能回想到英国军队在埃瑞尔·弗里姆带领下身着红色夹克，带着头盔，轻而易举地屠杀带着头巾的身材矮小的棕色人的场面。在《模模糊糊》一书中，吉普林称赞了勇敢而原始的苏丹人。"我们用马提尼酒泼你们，这不公平。"(这一暗喻同样需要解释。战争并非在军官的俱乐部里进行的；英国人的来福枪是一家名为马提尼的企业制造的。)然而，为欧洲赢得世界的大炮却不是欧洲人自己发明的，火药可能是中国发明的，中国人1356年发明了大炮，15、16世纪，奥斯曼土耳其的火炮攻击力在世界名列前茅。他们用枪炮在1453年攻陷了君士坦丁堡，1526年攻占了匈牙利。

两个世纪后，土耳其帝国退化为"欧洲病夫"，其腐朽的一个标志是通货膨胀。洛德·罗斯在《奥斯曼世纪》一书中引用了一位土耳其作家1584年的话。这位作家抱怨帝国高质量的银币成色降低了，直到它像枣树叶一样轻，像一滴露水那样一文不值。

帕金森认为，欧洲军力优势在于"有文化士兵"的进化。他们能实施复杂的训练，遵守复杂的纪律能更有效地操作火器。欧洲的军旗和警士是受到训练的中下阶级。在亚洲没有对应阶层。于是欧洲统治着世界，直到亚洲的文教以欧洲为模式重建为止。

今天，每个人都在学习曾为欧洲独占的最好的技术。日本、以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

色列的电子，韩国、马来亚、台湾的大批量生产高于国际标准。没有谁愿意去惹越南，更不用说中国了。阿拉伯人号称世界首富。

问题提得简单些 1981 年 12 月 31 日

我的孩子们曾经抱怨他们的期末考试太难了。当一个人无法回答生活中的难题，难以摆脱投资中的困境时，他就做学生们无法做的事情——问一些简单的问题。在这一报告中，我们讨论的是我们能想出的最简单的问题。

为什么夜晚是黑的？

1826 年，威尔海姆·奥尔勃问了个世界上最天真的问题："为什么夜晚是黑的？"他说，根据热力学原理，在一个稳定状态下的宇宙，星星射进太阳系的光线与太阳射出的光线相等，所以夜晚的天空应该和白天一样亮。但实际上这么多年以来，没有人能解答这个问题。这就是所谓的奥尔勃悖论。这个问题的答案与宇宙膨胀的必然性相联系。但这种膨胀直到哈勃在本世纪 20 年代发现了银河系远距离后退"红移"时才被科学接受。这个"天真的问题"早一个世纪预言了宇宙膨胀，但在科学上却难以被接受。

作为长期投资者，我们的目标是计算一下一种股票与投资者想法不同的合理价值。既然我们不会赞同常规的想法，我们的选择暂时会显得天真，但如果分析正确，市场最终将转向我们一边。橡树籽基金能够识别系统性被低估的公司，如 1975 年房地产股票和 1980 年银行股票。

哪个方向是"上"？

另一个经典的看似愚蠢的问题是："哪个方向是'上'？"这对于人来说没有问题，因为人很大，受重力影响也大。但对于微小的生物来说，重力就失去了地位。所以苍蝇可以轻松地在天花板上走，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细菌在它们潮湿的环境中受到布朗运动的冲击，重力对于细菌的作用太微弱，无法支配它们。1975年，布莱克默尔发现了几种细菌，在它们每个细胞内都有微小的链状磁晶体。这样它们就能够追踪磁倾角而向下运动，这显示了大自然的丰富多彩。这些内部的磁体使细菌在它们飘荡的环境中具有第六感官，这有助于它们在失重的世界中生存。由于这些细菌只能生存在氧气稀薄的地方，从氧气密集的水面上移开的能力就是一种很有价值的适应性很强的机制。

橡树籽基金试图寻找内部含有磁体、能与一般公司分开的特殊公司。西摩·克莱等工程师中的天才，罗斯或伊拉·克格的专业知识和西北工业公司的管理技能赋予了这些公司自己的小磁体。

埃及人为何撒谎?

意大利哲学家加巴蒂斯塔·维科是一位著名的在文艺复兴和现代思想之间的承前启后的人物。他的“新科学”开创了哲学和词源学在历史批判学领域的应用。当他研究了最早文明的资料后，碰到了一个年代顺序问题。埃及的历史记载以公元前4200年或更早的时候开始延续，但维科确定在诺亚事件中冲击整个埃及的那场大洪水发生于公元前2332年。这样，在他看来，埃及人捏造了这本书就成了合乎逻辑的结果。维科被迫为他所推断出的法老的谎言寻找心理学上的原因。

当然，现在我们知道埃及的历史纪年是正确的；维科的心理分析是错误的，150年以后，弗洛伊德的心理分析方法获得了广泛的认同。我们不能责备维科在文学经验上停留在自己的正统观点上。他是18世纪40年代那不勒斯保守大学的教授。新颖的理论可能使他受到教皇的审讯。然而，维科为我们提供了一个先例：在错误的前提下仔细分析，推导出一个错误的结果。

美国今天处于严重衰退状态，经济学家和新闻作家经常批评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联邦储备局和财政部引起衰退。我们认为，把国内货币政策看作经济健康的主要因素，其分析问题的前提是错误的。我们认为，伊朗革命后，由于欧佩克成员国使石油价格大起大落而引起的萧条已长达3年。美国政府最辛勤的努力和我们的总统候选人的言辞与撒切尔夫人或密特朗先生一样，没什么特别的。看一看整个世界，我们就会明白要发生什么。我们从全球范围内的分析得出的一个结论是：不要指望很快就能得以强劲的恢复，即使绝大多数美国专家希望下几个月内会有转机。橡树籽基金的大部分资本都处于储备状态(投资于优质的商业证券)。

奥古斯丁法则

1983年6月30日

诺曼·R.奥古斯丁写了一本好书名叫《奥古斯丁法则》(美国航空航天学会(AIAA)，纽约，1982年。)该书是根据他在工业部和国防部作为航空工业的工程师和总经理的职业经历而写作的。奥古斯丁眼下是马丁·丹佛航空公司和AIAA的总裁。作为航空器“获得系统”的重要参与者，他懂得什么是拖延，浪费和效率低下——但他仍对自己的公司和国家充满信心。结果，他写出了一本我非常希望自己能写的书，这本书既严肃又有趣，他以其工程师的技巧，运用图表和真实数据找出了“法则”，比如在图表显示了研究和发展合同过度浪费的可能性后，他得出了奥古斯丁的成本启示法则：

> 90%的时间，事情会变得比你想像的更糟，另外10%的时间，你也没有理由期望它会变得更好(第三条法则)。

这个法则与玛非法则有清晰的联系。“任何事情只要有变坏的可能性，它就会变坏。”但奥古斯丁法则在安全分析上具有显著的效果。任何一个预测者，如果他认为能找到一种具有长期收益，能以30%速度递增的股票，应该记住这条法则，正如西塞罗对罗马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元老院的演讲中所引用的一句话：

"在我看来，任何一个占卜者看到同行的工作时，都会笑的。

推断

奥古斯丁先生运用推断来证明他的许多法则（推理来自过去的数据，确定趋势，并把这种趋势导向未来，如果数据是2、4、6、8，那么推断将向是10、12、14。）。例如：一个政府雇用的人数作为全部雇佣工人与时间的对数，从1770年的0.2%上升到1900年的4%，和1980年的12%，根据这种趋势推算，到2060年，这个比例将高达100%。所以：

这个国家创立三百周年纪念日那一天，政府所雇佣的工人人数比全国所有的工人人数还要多。（法则XLI）

飞机的成本费用也可以这样近似地推算。从莱特兄弟到F—18，战斗机的价格每4年增长4倍。既然全国国防预算增长速度与之相比较慢，对两组数据进行推算，可以看出经济裁军的最后定理：

2054年，全国的国防预算只够买一架战略飞机。这架飞机只能由空军和海军每周各分享3½天。在闰年多出的那一天归海军陆战队使用。

在一段足够长的时间内对任何增长趋势的这种推算将引起具有讽刺意味的矛盾。例如，在不产油的发展中国家，外债从1971年的800亿美元增加到现在的5200亿美元，以每年18%的速度增长，每4年就能翻一番。那么我们就能推算出1997年外债将达到1万亿美元，不可能！数学显示克雷·罗瑟公司能够在最近5年每年都使销售利润达到67%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥古斯丁引用修昔底德的话，修昔底德认为期望轻而易举就能成功是有风险的。这可以在今天对那些投机者作以警告：

他们的判断是建立在一厢情愿的基础上，而不是建立在具体实际地对可能性进行的推算上。对于普通人来说：当他们想得到某个东西时，不经任何思考，就认为是有希望得到的。但他们会找出所有的理由来抛弃他们发现的令人讨厌的东西。

软件增长不可避免

软件就象平均信息量，它很难把握，无法衡量。遵循热力学的第二条法则：即它一直在增加(第 16 条法则)。

数据显示：一个复杂系统所需的软件代号的生产线数目每 10 年增长 10 个，而对软件数量需求的增长被更快捷、更便宜的电脑大大推动。这些电脑可以完成比以前更大的工作量。这对软件研制人员大为有利，如“计算机科学”和“设计研究”，软件成本尚未下跌，因此设计的效率是今天的一个问题。答案是：应利用增加的软件来帮助设计者更快地设计。“运用信息研究”和“无所不知”(被橡树籽 7 月份购买)是这一行业的领头人。

质量和数量

为什么平均而言，小公司比大公司更富有革新精神？为什么一个只有几个好的分析员的互助基金比得上一个拥有众多的分析员的大得多的机构？奥古斯丁以数据列出了足球运动员、作家和雇员的工作效率，可以看出，少数几个关键人物作了大部分工作，增加人数与事无补。只有 25%的警察完成了哥伦比亚特区华盛顿 50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的拘捕案，就象25%的第二次大战英国皇家空军飞行员击落了近一半敌机一样。

1/10的人尽心尽力地生产出近1/3的产出，增加参与者人数仅仅是降低了平均工作效率(第19条法则)。

一个西摩·克莱能够比一打工程师在一个竞争机构中更有效率。

有人读你的报告吗?

1000多年前，王阳明将军为他的帝国军队写了一本有关军事策略的书。他说:“知而不行，弗若不知。”

分析员的工作包括了解工业和公司所有的人员，但他只有使别人行动起来，才算把工作作好。买方和卖方的分析家都在行使市场的功能。很明显，卖方的分析家与销售员在起作用，构成了营销的一部分。买方也必须参与销售，这是正确的，但不那么明显。为了把所掌握的知识转化为行动，买方分析员必须把他对于有价证券的观点卖给经理们。这种卖出工作与卖方分析员从外面进入机构内部兜售一样费力。

资料太多

我们公司是如何处理研究资料的?我们的机构是一个中型投资咨询公司，拥有25亿美元，并把个人与机构的资金平均分配。我们有6个有价证券经理和9个债券分析员。正如你所想像的一样，我们的买方同仁使我们成为美国邮局的好主顾。随着公司的扩展，我们拿回收发室的资料增长得十分迅速。研究资料的数量大大超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过了任何人的阅读能力。我们的收发室每天把资料分类并印出一份索引。在6月6日的表上，索引就占了4篇纵栏大页，第5页也占了一些，大约共有400条不同的条目。

每个分析员，每个证券经理每天得到一份这种复印件，并标出他或她想看的条目，然后由收发室分发这些资料。我们一定要小心，别要那么多，否则整天的时间都要陷在研究报告中！

总的说来，我们很多人，投入很多，有一个小小的系统对付杂乱的事情，但这仍然不够。我们每天都有很多例行的公事。如果你对我们如何改进资料处理系统有什么建议的话，我们会乐于倾听。

文 体

我已经强调过你的报告的使用者是如何被淹没在资料中的。你必须抓住他的注意力以使你的报告进入5%的行列。实际上也就是使它能够被读到。这将使你的公司增加佣金分配额。你的报告必须清晰、生动。

采取正规的格式可以作到清晰。这样我就知道你们公司的报告中哪一部分是关于资金流动的。在报告前面来一个概述是很有用的。在一篇长长的报告中，最好能有一个目录栏。纸页能展开很好，但要把行和列标得十分清楚。试着列进一些图表(要与报告贴切，要标注好)，即使它不过是一份曼斯菲尔德的价格表。如果你能加进图解、图片或卡通，那就更棒了。一个经济预测公司，总在他们的材料中加入一些卡通，有时是“巫师伊德”，有时由他们的人自己画，我可以说卡通能大大提高阅读速度。

幽默、生动的文笔，以及清晰的风格是很重要的。策略家摩根坦利的巴顿·比格斯和DL&J的埃里克·米勒都是很有理思想的人。但他们崇高的声望很大程度上是他们的智慧和透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彻的文体造就。如果你的写作还停留在高中水平，有两件事对你会大有好处：一是有意识地练习写作，就像你为CFA（注册金融分析员）做的练习题一样，这意味着很多时间和工作是不实际的。第二条途径是捷径——剽窃。你不应该直接把其他分析员的文章拿过来，但你可以引用，这样，稀泥般乏味的文章就可以生动起来。要引用，首先要大量占有。引用无误很好，但很多人会引用上下文以外的东西，这也是可以的。改一些字句就会不正确，但谁又能知道呢？最后还要说明引用的出处，如果你不记得引用的内容是谁说的，可按这一规则行事：关于钱的文章，就说是约翰・梅纳德、凯恩斯说的，不关于钱的文章，就说是马克・吐温说的。

我这么说，是不是使你感到文体比内容更重要了？好——，如果你想升到我们行业的顶峰，是的。每位分析员都是既作出一些好的预测，又做出一些坏的预测。但是，他的才智却能被记住。所以写得不错的报告更能比乏味的报告使读到它的人采取行动。“世界上到处都是拿着低工资，做着艰苦而又单调乏味工作的人*。”我们是注册金融分析员，不是出纳员，所以让我们的个性变得更为有趣吧。

编　辑

一篇好报告应当是：①及时，②坦率。我们知道，坦率最能揭示某种灾难。所以当华尔街的卖方分析员告诉你买或卖时，他们在媒体上印出的是：立刻就买，快些买，趁减价买。就像某些报纸一样，任何形容词，只要有一点点不那么乐观，就是有灾祸发生的信号。

当你把报告的草稿送到公司进行“实际编辑”时，坦率和及时

* J. M. 凯恩斯，《马克・吐温在剑桥的日子》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都不存在了。你很清楚通过电话，几分钟内你就能把条款核好。让公司来编辑你的报告，就是陷于审查、无味和拖延。好的东西被删去，而这个报告却如泥牛沉海一般不见踪影了，当时的价格可能是15，而当你两年后找到报告时，可能已经上升到21，离最高价仅差半点了。

分析员应该是公司的评判者，可他们最后却成为公司和社会关系的代言人，多么浪费！

管理评估

我们大都同意，判断公司的管理水平是分析员工作的重要部分，这种评估并不总做得像它所能做的那么好。例如，如果你把报告拿给公司去“编辑”，你就像在让电影导演为自己的电影写影评。所以，忘了吧。

一些分析员依赖社会机构的数据统计和比率来判断管理，但在公平问题上的回复可能意味着这种管理方式所取代的方式可以便于经营良好。管理者刚刚上任，他们起破坏作用的工作并未显露，象广播、软饮料、罐装一类的商业，不需要管理天才，就会有大量赚头，然而一个农业设备制造厂如果不面临崩溃就算管理到家了。

这里有一个逻辑上的悖论。如果你以管理人员来判断管理的好坏，然后因为良好的管理在股票上花更多的钱，这就是打桥牌的人所说的“桌面牌计分翻倍”。

所以，我为你给良好的管理所下的定义是什么呢？有如下两点：

一、正如一个分析家所说的良好的管理意味着一家公司只在其报告的倒数第二段提及的管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数情况下，分析员认为：他找到了一种高明的管理水平，因为公司的高层管理人员愿意告诉他一些令人兴奋的细节，例如每月销售数字。沉默寡言的管理是不被看好的，甚至可能根本列不进。

高明管理的一个例子是大中西部银行的主席。他修建了一个壮观的新银行大楼，代替了灰暗的旧楼；然后用豪华的经理室装配了新总部，室内装配了两台幻灯机和一张大皮椅，椅子的扶手上装上了计算机。大楼使用后，几年内银行的股票市盈率就壮大了一倍。直到 1973 年，大家才发现，原来银行是以很糟糕的信贷活动为主要支柱的。

2．良好管理的公司是三点一线协调一致的公司！

使用调查报告的人想得到什么？

我们想要两类信息，矛盾的和不可能的。对于矛盾的信息，我们所谓的数据是及时但可靠的，报告是细致而简洁的，分析员努力参与管理但不带偏见，信息是决定性的，但并非“内部的”，等等。

不可能信息：我们需要你们提供能超过市场风险水平的选股意见；但是无数次调查表明，这个要求对于任何经济人公司来说都是无法完成的。

使用调查报告的人在干什么？

经验告诉我们应该先把手头的事做好。我们在新闻媒体上着手，以带来象销售、盈利和新产品的最新信息，我们在大公司的单调枯躁堆积如山的资料与文件上下功夫，这样我们就能针对过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的灾难事件，指出连大公司都未能预期到它的来临，我们又怎么能预料到呢?我们将仅仅从事关于收益的预测，我们不会在我们的评估模型里插入风险以及可供选择的方案的模型，以及在下一季度得到的只能让人不快的惊讶。我们将着手于剖析足以使我们通过一次注册金融分析员测试的详尽的历史数据，但处理的却只是与这家公司前途无关的过去。我们将着手长篇累牍地破译贪图安逸的人的产出，却并不理解企业员工实际的所作所为。我们将浏览过去或未来的关于保险业的弄虚作假的公开材料，就象客观性的研究那样，以期从六英尺的粪肥中找出一颗葡萄干。我们将着手准备有关一家行业的报告，但报告中却忽略了日本与韩国的竞争的存在。

这将使我们继续过分自信，成为过于满足的顾客，成为得到过多的信息，工作过多，得到过多薪水的分析员。我们对潜在的事物说得太多，但却忽视了最显而易见的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录八 橡树籽基金投资组合

1988 年 12 月 31 日

持股量或本金		价值(单位:1000 美元)
普通股及其他权益性证券——94.9%		
	信息产业部分——28.9%	
	·广播出版、蜂窝电话——8.3%	
210000	LIN 广播公司(b)	15015
390000	电话数据系统公司	10676
220000	美国莫比尔通讯公司,A 级(b)	6572
500000	威斯伍德公司(b)	4750
130000	纽约时报公司,A 级	3494
300000	IDB 通讯集团公司(b)(c)	2700
55000	蜂窝通讯公司(b)	1443
6250	地下铁道莫比尔 CTS 公司,A 级(b)	272
50000	地下铁道莫比尔 CTS 公司,B 级(b)	2100
		47022
	·营销服务设施/软件—3.5%	
280000	系统公司	8750
320000	信息资源公司(b)	3200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

220000	波瑟菲克系统公司	3080
400000	ADVO 系统公司	1900
55000	电子信用公司	1856
200000	科学软件——网络系统公司(b)，(c)	650
340000	精准营销公司(b)(c)	43
		19479

• 健康服务—3.3%

273000	高标工业公司	8361
180000	新英格急救服务公司(b)	3960
135000	分子生物系统公司	2092
56000	西马克国际公司	1512
150000	生物技术研究实验室公司	1050
1000000	寿命公司，利率10%的可转换债券(1991.11.1到期)	850
145000	辛考国际公司	689
59000	基施生物媒体公司	354
		18868

计算机系统——5.8%

470000	好特科公司(b)、(c)	7402
80000	射线研究公司(b)	4860
256000	SCI 系统公司(b)	3808
370000	极限公司(b)	3469
200000	伊文斯和斯瑟兰计算机公司(b)	3200
250000	网络系统公司(b)	2750
179000	特莱德系统公司(b)	2394
370000	戴西系统公司(b)	2359

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

302000	电键真空管公司(b)	1510
205000	可靠性公司(b)	999
		32751
	• 航空航天——1.1%	
170000	精确飞行元件公司	4675
170000	阿文特科公司(b)	808
120000	数据公司(b)	540
40000	穆格公司A级	325
		6348
	• 销售——1.2%	
152000	理查德逊电子有限公司	3002
156000	贝尔工业公司	2282
100000	先锋—标准电子公司	925
27000	圣歌电子公司	280
		6489
	• 办公用品——3.3%	
430000	新英格兰商业服务公司	9998
245000	圣福特公司	6676
67000	丹尼逊制造公司	1666
		18340
	• 家用电器——2.4%	
295000	泰恩国际公司(b)	10399
175500	哈曼国际工业公司(b)	2961
125000	劳伦斯电子公司(b)	313
		13673
	信息产业部分总计	162970
	消费者商品和服务部分——17.1%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	·食品—3.5%	
185000	卡尔伯罗公司	6568
201000	迈考米克联合公司	5578
424500	国民比萨饼公司(b)	4033
185000	艾德熊商标公司(b)	3423
		19602
	·零售业——3.2%	
230000	日亚公司	5865
200000	CML 集团公司(b)	3525
140000	内曼—马科斯集团公司	2363
270000	牛奶场便利连锁店公司(c)	2329
180000	斯波革尔公司,A 级	1598
110000	城乡公司,A 级(b)	1100
75100	国际商标公司	1023
		17803
	·毛毯——0.6%	
80000	绍尔工业公司	1880
120000	银河系毛毯作坊公司(b)	1725
		3605
	·旅游汽车——2.1%	
260000	哈莱—戴维森公司(b)	6598
270000	索尔工业公司(c)	3578
310000	周游美国公司(b)(c)	1628
		11804
	·娱乐休闲——4.4%	
588000	狂欢巡游公司	9114
380000	国际比赛技术公司(b)(c)	8503
380000	加明联合公司(原加明技术公司)	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	(b)	3135
260000	大卫旅馆,N.V.	2275
90000	圣尤安赛车协会(b)	1159
30000	凯撒新泽西公司(b)	630
28000	沙漠总督公司(b)	315
		25131
	·其他——3.3%	
230000	斯特拉德公司	6153
204000	内维尔公司	5763
115000	美国石油钻探公司	2645
132000	CPL 公司	2624
215000	观察家理想集团公司(b)	753
280500	美国护理保健产品公司(b)(c)	605
		18543
	消费部分——总计	96488
	工业产品和服务部分——10.6%	
	·机械与金属加工——4.3%	
400000	华盛顿工业公司	9000
171000	钻井安全装置公司	7268
106500	诺德逊公司	4952
175000	华盛顿科学工业公司(c)	1444
90000	史蒂文图表公司,A 级(b)	945
35000	史蒂文图表公司,B 级(b)	359
		23968
	·汽车部件——0.4%	
78500	道格拉斯—罗曼逊公司	1452
160000	简森公司(b)	1000
		2452

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	• 林产品和建设——0.9%	
160000	TJ 国际公司	3960
120000	美国国际技术公司	750
8900	格雷夫兄弟公司 A 级，	376
157500	大湖林产品公司	128
		5214
	• 废物处理——1.5%	
180000	威尔曼公司	6728
150000	罗林斯环境服务公司	1631
		8359
	• 化工产品——1.2%	
80000	雷化工公司	2800
141000	百合工业涂料公司	2432
114000	凯姆布来克斯公司(b)	1653
		6885
	• 其他——2.3%	
385000	威尔科克斯—基伯斯公司(c)	6497
182000	华盛顿国际探险公司(b)	2844
108000	美国费尔特劳那公司	2808
53200	LSI 照明系统公司	725
		12874
	工业部分总计	59752
	金融业部分——10.0%	
	• 银行——4.0%	
230000	威明顿信托公司	6153
290000	伯杰特·桑德银行公司	5365
112500	第一美国公司	2489
77000	第一证券公司	1906

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

74000	统一种植业公司	1850
60000	第一夏威夷公司	1785
104000	河畔国民银行(b)	1118
19000	贝克·鲍尔银行公司	665
31325	F&M 银行公司	470
92400	城郊银行股份公司(b)	370
		22171
	• 储蓄贷款——1.4%	
160000	华盛顿互助储蓄银行	2240
75000	北福科银行公司	1378
125000	联邦中心储蓄贷款协会	1188
100000	威伯斯特金融公司	1075
50000	民族西切斯特储蓄银行(b)	988
90000	联合储蓄银行(b)(c)	765
53500	华盛顿联邦储蓄贷款协会	415
		8049
	• 保险——2.3%	
196000	殖民地人寿和意外伤害保险公司，B 级	6076
262000	鲍德温——拉恩斯公司 B 级	3897
100000	联合火灾及意外事故公司	3013
		12986
	• 其他——2.3%	
338259	范特来斯·贝克尔公司	6723
240000	联合资产管理公司	3300
145000	美国现金投资公司(b)	1577
92500	第一加勒比金融公司(b)	1226
43000	工人补贴医疗中心(原电子金融系统公司 A 级)(b)	22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

		12848
	金融业部分总计	56054
	房地产业部分——8.0%	
884000	罗丝公司	21216
245000	洛克菲勒中心财产公司	4808
275000	斯兹勒财产投资公司(c)	4056
94700	森林城企业 A级	3800
154700	森林城企业 B级	6401
120000	文加滕房地产投资公司	3075
722000	科格公司,8%房地产增殖票据(2000年6月1日到期)	964
72500	美国财产信托	707
	房地产业部分总计	45027
	能源——3.8%	
	·合作发电——1.8%	
255000	热电子公司(b)	5196
4000000	催化剂开发公司(利率7.25%的可转换债券,2006年6月1日到期)	2290
3580000	催化剂开发公司(利率7.75%的可转换债券,2002年7月1日到期)	1665
285000	催化热能公司	926
		10077
	·电子公用事业——1.0%	
200000	PSI控股公司(b)	2775
75000	帝国底特律电子公司	2081
60000	圣约瑟夫光能公司	1215
		6071
	·石油天然气——1.0%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

275000	海鸥能源公司(b)	4228
500000	国际海洋工程公司(b)	1281
		5509
	能源部分总计	21657
	外国证券——16.5%	
	·欧洲——4.7%	
290000	伊斯特商业系统公司	8736
5000000	蓝箭 PLC	7493
300000	沃特股份单位	4350
240000	法国基金公司	2310
600000	英国及共同体证券 PLC	2221
400000	波丁顿集团 PLC	1177
125000	马斯屯·托马斯 & 埃吾施德 PLC	375
		26662
	·香港——3.9%	
1813626	斯威尔太平洋有限公司,A 级	4414
3500000	香港土地有限公司	4125
2700000	凯萨太平洋航空有限公司	3217
1900000	电视广播有限公司(HK—TVB)	3091
2000000	萨丁战略控股有限公司(利率 6.5%可转换优先股)	1530
700000	萨丁战略控股有限公司	870
1500000	约翰逊电子工业制造有限公司	1316
1500000	牛奶场国际控投有限公司	1153
700000	华夫(控股)有限公司	794
1000000	视频技术(控股)有限公司	519
900000	东方达贵国际有限公司	516
2500000	烧烤集团有限公司	330

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2500000	拉夫控股有限公司	243
		22118
	· 拉丁美洲——0.2%	
4000000	墨西哥电讯公司	1125
	· 新加坡/马来西亚/泰国—3.7%	
193000	泰国基金	3809
500000	新坡航空有限公司	3784
2700000	卡派尔有限公司(利率 4%可转换债券,97.7.13 到期)	2511
1000000	马来西亚航空体系	2453
200000	泰国基金公司	2350
500000	男士集团公司	1416
1000000	远东来文斯顿造船有限公司	1143
720000	城市发展有限公司	1049
150000	马来茵酿造有限公司	873
400000	巨狼船舶有限公司	680
750000	男士国际有限公司(b)	386
200000	塞姆巴船舶有限公司	358
		20812
	· 日本——1.8%	
300000	大名东京火灾海洋保险	3122
240000	日本火灾海洋保险有限公司	2114
35000	Shin—Etsu 聚合物有限公司	1805
130000	相思树火灾海洋保险有限公司	1697
30000	科莫里印刷机械有限公司	968
50000	热工程有限公司	520
		10226
	· 加拿大——1.5%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

220000	快速有限公司,A 级	4843
400000	FPL 有限公司	3355
		8198
	· 以色列——0.7%	
490000	泰瓦药学工业有限公司	3369
80500	艾尔伦电子工业有限公司(b)	272
		3641
	外国部分总计	92782
	普通股以及其他权益性证券	
	总计 94.9%	
	(成本:451554000)	534730
	固定收入——1.8%	
¥1200000000	加拿大政府欧元利率 6.125%	$
	91220 到期	
	(成本:10083000)	9963
货币市场工具——3.4%		
	收益率 7.76%～9.50%	
	期限:1989 年 1 月～1989 年 2 月	
	通用汽车授权公司	10000
	福特汽车信贷公司	4000
	伯克莱美国公司	3000
	美国政府公债	2468
	(成本:$19468000)总计	19468

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	总投资——100.1% （成本：$481105000）	$564161
期货—0.0%		
80	空头，标准普尔500种股票指数期货 （1989年3月17日到期）	(71)
70	多头，堪萨斯城市价值指数期货 （1989年3月17日到期）	208
		137
负债、现金短缺和其他资产——(0.1%)		(840)
总净资产—100%		563458

注：(a)1988年12月31日，基金有未收回增值收入83004000美元，其中重估增值125137000美元，重估贬值42133000美元；可用于抵减所得税的成本为481157000美元。

(b)非收益性证券。

(c)截止到1988年12月31日，基金的持股量在下列公司所占比例为：

美国护理保健用品公司	7.7%
国际比赛技术公司	7.4%
斯兹勒财产投资公司	7.4%
联合储蓄银行	7.4%
好特科公司	7.1%
华盛顿科学工业公司	7.1%
牛奶场便利连锁店公司	6.5%
IDB通讯集团公司	6.1%
周游美国公司	5.6%
科学软件-网络系统公司	5.5%
索尔工业公司	5.3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精准营销公司	5.1%

1988年12月31日，分支机构投资的原始资本和现存价值分别为37362000美元和36622000美元。本年度分支机构提交的红利为511000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录九 哈佛管理公司投资组合

哈佛管理公司投资概览 （1988 年 6 月 30 日）

	数额（1000 美元）	%
现金和短期储备	644176	13.9
固定收入：		
中长期债券	1171669	25.3
由代理人管理的基金*	33489	0.7
中长期债券期货	216856	4.7
总计	1422014	30.7
权益性投资：		
优先股	1069522	23.1
由代理人管理的基金*	178067	3.8
指数证券	694080	15.0
指数期货和期权	192780	4.2
	2134449	46.1
债券的直接销售	787863	17.0
总计	2922312	63.1
其他—净值	(359687)	(7.7)
总计	4628815	100%

*这是由独立的代理人管理的固定收入和权益性投资。在 1988 年 6 月 30 日，哈佛管理公司雇佣了一名外部经理管理固定收入证券，六名外部经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理权益性证券。

哈佛管理公司

债券直接销售的投资类型分布 1988 年 6 月 30 日

	数额(1000 美元)	比重%
房地产	142335	18.1
资本投资：		
合作投资	190997	24.2
直接投资	116627	14.8
资本投资总计	307624	39.0
杠杆收购	162508	20.6
特别情况投资	101125	12.9
石油和天然气	74271	9.4
	787863	100.0

哈佛管理公司

主要的权益性投资(1988 年 6 月 30 日)

	市场价值	
	非指数化财产（单位:1000 美元）	指数化财产（单位:1000 美元）
IBM	$ 25475	$ 28405
海伦集团	49350	
菲力浦莫里斯公司	20994	7347
学生贷款市场协会（投票权和非投票权股票）(A)	28286	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道化学士司	20901	6616
数字设备公司	21252	5583
埃克森公司	6806	18590
财产资本信托(A)	23083	
通用汽车公司	10817	9663
NYNEX 公司	12015	5093
中南公用工业公司	15873	1099
南方贝尔公司	8600	7783
通用电子公司	904	15071
尺度基金顾问公司(B)		15753
波音公司	11750	3325
CMS 能源公司	14907	
纽约银行家信托公司	13875	1014
盾布来德斯特里公司	11298	3261
福特汽车公司	10650	3674
费瑟弗公司	13230	
太平洋电讯集团	8365	4750
三角地航空公司	11897	1040
上约翰公司	10400	2304
离岸海运公司	12119	260
威尔斯·法格公司	11281	926
奥来科系统公司	12095	
统一技术公司	10010	2017
跨跃公司	11750	
海湾银行公司	11588	
海军明星国际公司	10884	670
联邦国民抵押协会	11528	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

UST 公司	10675	705
沃娜拉莫伯特公司	9485	1809
基米伯利一克拉克公司	9300	1910
堪萨斯城光能公司	11068	
柏克斯特国际公司	9169	1828
废物管理公司	7810	3156
明尼苏达钻探制造公司	5280	5656
美国电话电报公司(AT&T)		10633
艾英考公司	1819	8461
美尔威利公司	8921	1345
科尔一麦克基公司	9300	753
莫菲石油公司	9960	
E.L. 杜邦德莫斯公司	1393	8387
国际冠军公司	8309	1463
加拿大太平洋有限公司	9625	
联合运输公司	9000	534
新英格兰银行公司	9335	
赛罗蒙公司	8025	1289
百事可乐公司	5588	3583
美国电视通讯公司	9090	
JWP 公司	9000	
莫科公司		8612
英科有限公司	6500	1827
雷斯恩公司	6270	1881
华纳通讯公司	6337	1699
USX 公司	4772	3191
诺顿公司	7735	190

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电讯公司,A 级	6903	848
伊斯曼科达公司	1810	5711
纽约时报公司	6885	597
海伦制造公司	7150	
共同体爱迪逊公司	4900	2240
戈威特大西洋信托公司	6883	
海滨包装公司	6868	
新英格兰商用设备公司	6795	
层云计算机公司	6670	
国道波士顿公司	6572	
迪尔公司	5382	1187
自动化系统公司	6521	
沃尔—马特连锁店公司		6422
约翰逊合伙公司	1191	5231
大西洋里奇菲德公司		6384
联合铁路公司	4883	1018
黄色运输系统公司	5700	194
伯特·贝拉纳克纽曼公司	5827	
华盛顿邮电公司	5724	
汽车租赁代理公司	5712	
宝洁公司	853	4836
长岛照明公司	5550	
大陆伊科诺斯公司	5500	
艾美斯百货商场	5458	
海威莱特—泥克德公司		5452
波陵顿北方公司	3506	1900
可口可乐企业集团		5335

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海豹罗伯科公司		5273
辐射化工公司	5224	
贝尔大西洋公司		5218
哥伦比亚电影娱乐公司	5179	
超级瓦路商场公司	4370	633
坦尼公司	2149	2832
哈来-大卫公司	4957	
健康服装公司	4918	
海里伯顿公司	3525	1375
橡胶公司	4253	631
美洲银行公司	4050	825
卡特栓公司	2229	2615
特拉数据公司	4822	
杜且斯尼系统公司	4813	
GTE 公司		4746
美国信息技术公司		4741
电子投资信托公司	4725	
第一统一公司	4675	
大西洋东南航空公司	4669	

(A)指包括在前表中的权益性证券。

(B)小规模公开交易的指数基金，以上市资本计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录十 富达麦哲伦基金投资组合

（1988 年 3 月 31 日）

	股份	价值（单位:美元）
普通股—94.4%		
航空与防卫—1.3%		
AAR 公司	268000	6398500
波音公司	1020000	47430000
塞巴克公司 A 类	69200	276800
频率电子公司＋	16300	167075
通用动力公司	75000	3975000
卡门公司,A 级	230400	3974400
洛克希德公司	60000	2655000
罗吉肯公司	45000	1012500
马丁·玛丽塔公司	210000	9345000
麦克斯韦尔实验室公司＋	6300	72450
穆格公司 A 类	54100	635675
诺斯诺普公司	161000	4809875
轨道仪器公司＋	150000	825000
精密仪器公司＋	16000	64000
精密飞机配件公司	79500	2941500
雷森公司	10000	665000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

S.P.I. 公司+	40000	45000
索利特龙设备公司	20000	132500
TRW 公司	90000	4432500
UTL 公司+	100000	787500
联合工业公司	95000	1353750
联合科技公司	350000	13650000
零点公司	120000	1770000
		107419025

· 基础工业—14.3%

· 化学与塑料—6.5%

AEP 工业公司+	50000	462500
阿佳公司 B 类	70000	2144498
航空产品与化学产品公司	60000	2692500
阿卡兹公司(非投票权股票)	82000	4553598
美国氨腈公司	330000	16830000
ARCO 化学公司	522900	15883087
阿里斯蒂奇化学公司	350000	10150000
奥斯蒙特公司(非投票权股票)	420000	11235000
艾弗里国际公司	202500	4606875
波克集团公司	400000	2791279
拜尔西德股票公司	90000	14307692
拜尔西德股票公司(1994 认股权证)+	14000	1068476
拜尔西德股票公司(1995 认股权证)+	7000	453152
博登化学与塑料公司	320000	4760000
卡伯特公司	224000	8064000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡尔冈业公司	19000	793250
坎布兰克斯公司＋	203200	3200400
锡贝·盖吉公司＋	1000	1355609
德克斯特公司	150700	3899362
道化学公司	720000	58680000
杜邦公司	100000	8087500
天使哈特公司	4400	85800
环保产业公司＋	505000	10478750
费罗公司	80000	2240000
自由港-麦克莫兰资源公司	448100	9074025
贾福公司	10000	541250
佐治亚海湾公司	82300	5339212
古德里奇公司	250000	12000000
格雷斯公司	604900	15122500
大湖化学公司	85000	4930000
赫尔克里斯公司	112000	5586000
希蒙特公司	40000	1580000
霍奇斯特西德公司	55000	8700452
霍奇斯特西德公司(1993 年认股权证)＋	32000	2809049
霍奇斯特集团＋	9000	687420
海波尼克斯公司＋	20000	145000
IMC 化肥集团公司	518300	15613787
帝国化学工业公司(美国预托证券)	470000	35191250
国际矿物与化学公司	460000	19320000
劳特国际公司	486666	6144158
线性胶卷公司＋	75000	993750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛克泰蒂公司	95500	3461875
路波里泽公司	650000	24456250
麦克德米德公司	20000	490000
梅拉米尼化学公司+	77600	873000
明尼苏达采掘与制造公司	280000	16100000
蒙萨托公司	200000	16125000
莫顿蒂奥克公司	40000	1695000
诺瓦阿尔伯特公司A类	1860000	17328950
奥林公司	20000	1012500
宾州蒸气公司	35000	1872500
汽油产业公司	30000	855000
波利萨能源与化学公司+	1520000	26783327
量子化学公司	466000	42173000
雷齐门公司	190000	9571250
S. A. Y. 产业有限公司+	60000	142500
索尔维公司	29000	9415854
联合碳化钙公司	915924	21295233
瓦尔斯帕公司	10000	270000
远景化学公司	440000	23265000
		549787420

· 钢铁—0.9%

阿勒格尼·洛姆工业公司+	7500	181875
阿穆克公司+	630000	7166250
伯利恒钢铁公司+	1800000	37125000
伯明翰钢铁公司	110000	3052500
伊斯米特公司++	100000	150000
泛铁公司	48000	588000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内地钢铁公司	240000	7440000
化合公司	75000	937500
卢肯斯公司	37500	1410937
材料科学公司＋	8800	149600
国民联合集团公司	280000	5285000
新泽西钢铁公司	150000	3037500
努科公司	167100	6913762
西弗吉尼亚钢铁公司＋	108300	1001775
惠灵匹兹堡钢铁公司＋	122600	1226000
威尔顿公司＋	90000	348750
沃辛顿工业公司	10000	201250
		76215699

·有色金属—1.8%

艾尔坎铝业公司	145000	3949952
美国铝业公司	550000	23925000
爱马克斯公司＋	25000	503125
爱沙克公司	490000	11147500
爱沙克公司(认股权证)＋	187300	2153950
克利夫兰克里夫斯公司	180000	3465000
商用金属公司	40400	1105950
塞浦路斯矿业公司＋	20000	475000
鹰桥有限公司＋	225000	4146918
汉纳公司	79300	2230312
英科公司	1200000	29043623
凯泽蒂克有限公司＋	80000	990000
马格玛钢业公司,B级＋	20000	122500
诺兰达公司	376000	7082268

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佩奇尼公司＋	100000	3574921
费尔普斯·道奇公司	500000	20250000
雷诺兹金属公司	770000	33398750
尤巴国家资源公司＋	90000	180000
		147744769
·包装与集装箱—0.4%		
安科玻璃器皿公司	335000	5653125
大陆之星国际公司	193600	3533200
希金罐公司＋*	165000	4248750
液体容器公司	38000	1216000
密封空气公司	120000	5295000
海岸包装公司＋	142400	1886800
三角工业公司	360000	10260000
		32092875
·纸业与森林产品公司—4.7%		
波希米公司	190000	2707500
博伊斯瀑布公司	140000	6160000
鲍瓦特公司	860000	28487500
班兹公司＋	1200000	3507959
冠军国际公司	700000	23625000
联合巴瑟斯特公司	417000	5912017
联合纸业公司	40000	2680000
英国陶瓷公共有限公司	60000	1312500
联邦纸业管理公司	482000	17412250
佐治亚—太平洋公司	740000	28767500
大北尼库萨公司	550000	22481250
森林公司	39700	863475

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际纸业公司	585000	23765625
詹姆斯·里弗公司	840000	21210000
杰弗逊·斯穆菲特公司	62600	3474300
杰弗逊·斯穆菲特集团公司	10000	71667
路易斯安娜—太平洋公司	233400	7264575
麦克米兰·布罗德尔公司	35000	545833
米德公司	820000	30135000
△彭泰尔公司	10000	285000
波普与塔尔波特公司	163600	3312900
雷尼尔·布兰德公司	373400	6861225
斯科特纸业公司	1579000	57633500
斯通集装箱公司	1040000	29900000
斯文斯卡公司	1000	57356
坦普尔内地公司	320000	14680000
联合坎普公司	660000	22027500
WTD 产业有限公司＋	172000	2021000
韦斯特瓦科公司	500000	13562500
韦尔豪泽公司	205000	7943750
威拉米特工业公司	232000	10614000
		399282682
基础工业总计		1205123445
·集团企业—1.6%		
阿特拉集团公司＋	32000	576000
布拉斯坎公司 A 类	700000	15524361
加拿大太平洋有限公司	820000	15445372
克兰公司	215000	6611250
埃姆哈特公司	140000	3062500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△格雷霍德公司	5500	163625
△海湾与西部公司	40000	3130000
汉森信托公司	1350000	3157163
亨利集团公司	470000	10633750
IC 工业公司	57300	1919550
IFI 特许公司	10000	137832
ITT 公司	82800	3694950
英西科公司	79759	1525390
英特马克公司	194400	2089800
英特公司＋	570000	10687500
利顿工业公司＋	35000	2870000
△马克四世工业公司＋	124900	1483187
诺蒂克公司	7000	68250
波利·佩克国际公司	3110000	15367505
前景集团公司	172000	1118000
塞克公司 A 类	196900	12946175
斯坦的克斯国际公司	27000	452250
电话产品公司	62000	20033750
UNC 公司	465000	3836250
		136534410
·建筑与房地产—1.5%		
建筑材料—1.1%		
AFG 工业公司	15000	489375
阿默利公司	155900	3001075
卡尔麦特公司	40000	1740000
克莱逊国际公司＋	240000	1740000
德索托公司	40900	1237225

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德拉沃公司	10000	130000
佛罗里达硬石-坦克公司	20000	285000
巨人集团有限公司＋	40000	845000
理想基础工业公司＋	63000	181125
拉法奇科珀尔公司＋	4000	771898
拉法奇公司	190000	3063750
马斯科集团公司	125000	3296875
摩根产品公司＋	180000	3757500
欧文斯·科宁·费伯格拉斯公司＋	2530000	50916250
RPM 公司	6000	98250
舍温-威廉姆斯公司	70000	1951250
暹罗水泥公司	30000	2407422
赛克斯公司 A 类	90000	911250
绍斯当公司	124800	5179200
△圣·劳伦斯水泥公司 A 类	114800	1197431
得克萨斯工业公司	44300	1478512
美国英特克公司	4100	28700
韦克斯曼工业公司	247100	2810762
		87517850

· 建筑业—0.3%

布朗特公司 A 类	256	3424
布朗特公司 B 类	9000	118125
博纳维尔太平洋公司＋	112400	857050
CRS 西林公司	2500	41562
克莱顿霍姆斯公司＋	197000	1994625
康纳公司＋＋	10000	5000
菲施巴赫公司＋	5000	43125

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△弗利特伍德公司	10000	200000
△弗卢尔公司＋	50000	912500
通用发展公司＋	215000	3440000
霍夫兰尼公司＋	10000	100000
卡斯勒公司＋	20000	180000
考夫曼与布罗德公司	205500	2774250
LVI 集团公司＋	33800	109850
休闲与工艺公司＋	10000	50000
伦纳集团	45000	821250
利伯蒂霍姆斯公司 A 类	70000	682500
利伯蒂霍姆斯公司 B 类	56000	504000
莫里森—努森公司	20000	745000
维来安公司	40000	205000
奥塞拉工业公司	39000	53625
PSE 公司	17400	78300
菲利浦斯工业公司(俄亥俄)	240000	5010000
赖兰集团公司	15000	234375
标准—太平洋公司	620000	5735000
里特尔集团公司＋	17000	25500
		24924061

·房地产—0.0%

阿瓦塔资产公司＋	9000	191250
香港土地有限公司	90000	88868
约翰斯美国公司	185200	138900
科格公司	8601	216100
梅杰房地产公司	9000	100125
帕顿公司	10000	66250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△南马克公司	375000	1125000
		1926493
△·房地产投资信托--0.1%		
美国健康房地产公司	31800	580350
戴尔房地产投资信托公司	55000	1038125
保健房地产投资者公司	34300	943250
保健投资公司	55789	1011173
卫生投资公司	203000	4034625
中信公司	67800	1347525
第一汽车公司	84800	1505200
瓦因加登房地产公司	25300	635662
		11095910
建筑与房地产总计：		125464314
·耐用物品—6.9%		
汽车、轮胎及附件--5.7%		
班达公司	29100	1858762
克莱斯勒公司	4149000	97501500
达纳赫公司+	188000	2185500
△伊戈尔—皮切尔工业公司	500	14875
伊顿公司	15000	1237500
埃克林公司	150000	2493750
联邦莫沃尔公司	9200	353050
福特汽车公司	5095000	217174375
通用汽车公司	580000	41470000
真诚零部件公司	120000	4575000
固特异轮胎与橡胶公司	1050000	66806250
杰帕工业公司+	75500	1377875

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贾古尔公司	310000	1646875
吉菲润滑油公司＋	125000	1437500
米什林公司 B 类	6000	176184
莫德尼制造公司	30000	540000
海军之星国际公司	810000	5265000
纽克斯公司＋	152400	1428750
活力小子-曼尼-莫-杰克公司	245000	3276875
普吉奥雪铁龙公司	1000	163450
普尔曼公司	180000	1057500
萨伯・斯堪尼公司	27000	831759
密封动力公司	5000	183125
标准汽车产品公司	50000	762500
萨德伯里控股公司＋	3000	24000
TBC 公司＋	510000	6757500
大众公司	19000	2733936
沃尔沃公司 B 类	250000	14254104
西部汽车供给公司＋	145000	2718750
(新)威克斯公司＋	35000	336875
		480643120
・家用耐用品—0.4%		
布什工业公司＋	16800	434700
芝加哥太平洋公司	41000	1640000
伊斯科工具公司＋	59500	669375
阿默森无线电设备公司＋	10000	31250
哈弗蒂家具公司	297400	3643150
△哈弗蒂家具公司 A 类	13000	152750
海林—迈耶斯公司	6900	118162

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△拉蒂家具公司	94900	1565850
△林肯饮食服务公司	68000	493000
俄亥俄床垫公司	60000	900000
斯穆克公司＋	20000	582500
托罗公司	130000	2372500
联合特种公司	18800	488800
通用家具有限公司	895400	14102550
威尔比特公司＋	116200	2004450
威德麦尔公司＋	2500	47187
		29246224

· 纺织品与服装—0.8%

查塔姆制造公司	3000	159000
切诺基公司	60000	495000
克里斯特尔布兰兹公司	200000	4850000
德尔塔伍德塞德工业公司＋	111000	1165500
迪克西纱线公司	5000	93750
织机成果公司 A 类＋	995000	5845625
吉尔福德米尔斯公司	22800	627000
哈特马克斯公司	55000	1457500
地平线工业公司	50000	250000
海德体育工业公司	2500	17500
英特克公司	12800	537600
英特弗斯公司	510000	5992500
凯尔伍德公司	35700	1048687
吉尔公司	20000	505000
利兹·吉莱本公司	90000	1440000
耐克公司 B 类	130000	2892500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△奥什克什公司 A 类	20700	543375
RSI 公司＋	118965	1070685
锐步国际有限公司	520000	7930000
萨伦特公司＋	30000	382500
塞勒姆地毯公司＋	80000	500000
绍尔工业公司	376300	6961550
斯特来德·里蒂公司*	948000	21685500
森林公司 A 类＋	166300	2536075
尤尼弗公司＋	35000	765625
维夫公司	52800	1610400
		71362872
耐用品总计		581252216
·能源—6.6%		
·煤炭—0.0%		
阿丁顿资源公司＋	15000	326250
派罗能源公司＋	48000	222000
		548250
·能源服务—0.7%		
阿特伍德海洋工程公司＋	23000	322000
贝克休斯公司	350000	6256250
博尔特技术公司＋	105000	183750
计算机技术公司＋	240000	972170
丹尼尔工业公司	75000	693750
德雷塞工业公司	115000	3608125
吉尔哈特工业公司＋	20000	17500
乔国际公司＋	80000	420000
哈利伯顿公司	465000	15751875

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫尔默里奇 & 佩恩公司	69000	1578375
凯尼伯服务公司＋	9400	21150
孤星技术公司	170000	2847500
勒夫金工业公司	600	96000
麦克德莫特国际公司	252000	4977000
尼尔工业公司	10000	66250
诺布尔钻井公司＋	165319	909254
诺斯科・威尔服务公司	171000	2147284
海洋钻探公司＋	20000	385000
海洋国际公司＋	607600	1898750
近海后勤公司＋	15000	39375
帕克钻井公司＋	116300	479737
石油直升机公司(非投票权股票)＋	27000	249750
石油直升机公司＋	89500	827875
生产运作公司	10500	53812
RPC 能源服务公司＋	266900	1467950
读写公司＋	35000	70000
罗恩公司＋	23000	163875
施勒伯格有限公司	255000	8765625
科学软件公司＋	29000	148625
爆破服务公司	42400	227900
潮水公司＋	110000	715000
塔克钻井公司＋	63500	404812
查巴塔公司＋	20000	62500
		56828819

• 石油与天然气—5.9％

阿美利德・海斯公司	440000	13090000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿莫克公司	200000	14675000
阿纳达科石油公司	20000	490000
阿帕奇公司	36000	288000
阿帕奇石油公司	59000	206500
阿萨莫拉公司	100000	951917
阿什兰石油公司	15000	956250
大西洋富田公司	700000	58800000
比尔德石油公司＋	290200	4425550
博格特石油公司＋	53500	642000
布南扎石油与天然气公司＋	20735	50394
鲍谷工业有限公司	199228	2279819
英国石油公司	340000	20145000
英国石油公司(认股权证)＋	139500	1133437
英加石油股份公司	20000	332158
加拿大西北能源有限公司＋	48000	631911
切夫龙公司	60000	2790000
征服勘探公司＋	1259800	3621925
皇冠中央石油公司 A 类	80500	1388625
爱尔夫公司	100000	4793240
英塞奇勘探合伙实体	349500	3800812
恩索斯公司＋	10000	80000
石油产业公司	220000	1398280
埃克森公司	625000	26250000
福尔肯石油与天然气公司＋	4500	12937
森林石油公司＋	20757	311355
弗里特·麦克莫兰能源合伙公司	11500	163875
海湾加拿大公司	310000	4238059

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汉密尔顿石油公司	119500	3077125
帝国石油公司 A 类(可转换债券)	63000	3024061
凯利石油与天然气合伙公司	20000	250000
科尔·梅吉公司	170000	6205000
路易斯安那土地开发公司	15000	487500
马克资源公司+	38000	296309
马修斯能源公司	229900	1609300
莫萨有限合伙公司	25000	325000
美孚公司	750000	33187500
墨菲石油公司	80000	2520000
诺森能源资源公司	277000	4235728
诺斯基·海德罗公司	120000	3759615
诺斯基·海德罗公司,ADR	672100	20667075
北方加拿大人石油有限公司+	77900	1230647
北欧石油皇家托拉斯	290000	4712500
东方石油公司	120000	3150000
帕克—俄亥俄工业公司	150000	900000
宾州石油公司	176200	13325125
菲利浦石油公司	915000	15555000
普莱恩斯石油公司	14000	365750
波克石油有限公司	690000	6707986
普雷西迪奥石油公司 A 类	80000	460000
兰杰石油有限公司+	9000	51038
复兴能源有限公司+	350000	4607686
皇家荷兰石油公司	500000	59562500
海鸥能源公司	157000	2433500
“壳牌”运输与商贸公司	60000	4657500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯奈德石油合伙人有限公司*	970000	8851250
太阳能合伙人公司	264400	4164300
太阳公司	13700	820287
藤尼克公司	225000	9590625
特克萨科加拿大公司	10000	280511
特克萨科公司+	650000	31200000
石油总公司(北美)	40000	631911
特兰斯科开发合伙公司	144700	958637
VSX 公司	1715000	49520625
尤尼玛公司(印尼)*	888400	5885650
联合开发合伙人有限公司	98600	1528300
尤诺克公司	530000	20802500
怀泽石油公司	84000	1449000
		500994085
能源总计：		558371154

• 金融—16.1%

• 银行—6.5%

联合爱尔兰银行	80000	328918
巴尔的摩银行	15000	230625
班克第一公司	15000	363750
波多黎各班克公司	10000	282500
夏威夷班克公司	47085	2354250
得克萨斯班克公司+	200000	325000
曼谷银行	400000	5283319
曼谷银行(所有权)+	26666	245803
波士顿银行公司	700000	16362500
新英格兰银行公司	966044	27049232

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新罕布什尔银行公司	14000	329000
纽约银行公司	250400	7856300
旧金山财产银行公司＋	60000	240000
美洲银行公司＋	1225000	13321875
纽约银行信托公司	700000	21875000
巴克利公司	1350000	12017591
巴尼特银行公司	50000	1637500
海湾银行公司	35000	1461250
博特曼班克股分公司	27500	996875
蔡斯曼哈顿公司	700000	17587500
纽约化学公司	20818	447587
花旗公司	1960000	37240000
南方公民公司	181100	4504862
科罗拉多国民银行股份公司＋	50300	603600
科莫利克公司	35000	2213750
社区银行系统公司	15000	251250
大陆伊利诺斯公司	712500	2582812
科尔县金融公司	580000	23345000
克雷斯塔金融公司	33000	833250
多米宁银行公司	139646	2513628
伊奎马克公司＋	35000	450625
第五银行公司	200200	7057050
第一美国银行公司	200000	9300000
第一银行系统公司	375000	8156250
第一芝加哥公司	95000	2256250
第一帝国公司	204500	10506187
第一忠诚银行公司	1160000	41905000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一宾夕法尼亚公司＋	70000	735000
第一田纳西国家公司	51200	1382400
第一联合公司	460000	8912500
第一弗吉尼亚银行公司	235	5786
弗利特/诺斯塔金融集团公司	520002	12480048
第四金融公司	11800	230100
安全银行公司*	136000	884000
汉廷顿银行公司	126657	2976439
基公司	230200	4949300
兰德马克公司	25683	337089
利昂兹银行公司	1400000	6970655
MNC 金融公司	204923	9375227
制造商汉诺威公司	150000	3712500
制造商国家公司	315588	13096902
梅隆银行公司	75400	2120625
商业银行公司	51000	1122000
商业银行股份公司	9201	328935
商人国家公司	12700	304800
默里迪恩银行公司	20000	380000
梅里马克银行公司	110000	907500
密歇根国家公司	25200	1121400
米德兰银行公司	500000	3611689
米德兰公司	430000	18920000
摩根公司(日)	291509	9692674
超银行金融公司	10198	244752
NBD 银行公司	440000	15015000
国家城市公司	500000	15000000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家威斯敏斯特银行公司	970000	10244751
国家威斯敏斯特银行公司	100000	3200000
北福克银行公司	83000	1660000
北方信托公司	380000	16387500
西北公司	65000	2746250
PNC 金融公司	144500	5617437
企业家公司	9000	139500
皮吉特湾银行公司	9000	173250
银行证券公司	9000	255375
太平洋证券公司	320000	9520000
肖马特国家公司	553300	12587575
西格里特银行公司	133158	3861582
社会公司	467500	15836562
东南银行公司	436531	10804142
南托公司	15000	322500
索夫龙金融公司	65407	2281069
斯泰特街波士顿公司	40000	945000
郊区银行公司	5000	95000
太阳信托银行公司	260000	5460000
泰国农民银行公司	19000	269153
联合企业家公司	116300	3023800
克罗拉多联合银行公司	30000	435000
联合金融银行公司＋	31854	278722
韦尔斯法戈公司	190000	9927500
威明顿信托公司	450000	13275000
		548479878

· 保险—3.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃特纳人寿与意外保险公司	400000	17550000
美国家庭公司	44700	726375
美国家庭庇护公司+	36700	233962
美国收入与人寿保险公司*	877200	10087800
美国国际集团公司	140000	7507500
艾恩公司	90000	2272500
伯克利公司	150000	3600000
西格纳公司	100000	4675000
资本控股公司	129500	3804062
查伯公司	170000	9647500
大陆公司	85000	3208750
科隆与布莱克公司	20000	612500
FGIC 公司	502900	8234987
第一美国金融公司	50000	1337500
第一董事公司+	3555000	45770625
第一董事公司(认股权证)+	148500	445500
通用雷公司	580000	27767500
吉纳特国际公司	460000	3105000
汉诺威保险公司	65000	1543750
I.C.H 公司+	436600	3110775
独立保险集团公司	14800	481000
肯珀公司	1191976	27415448
自由公司	105377	4741965
林肯民生公司	55000	2530000
MBIA 公司	612400	9798400
墨丘利通用公司	59000	811250
密尔沃基保险集团公司+	10000	102500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

NAC 雷公司＋	85000	2018750
纽约海洋通用保险公司＋	130000	1950000
诺贝尔保险有限公司	8000	40000
东北保险公司＋	131000	204687
老共和国国际公司	44310	1019130
美国长远生活与事故保险公司 B 类	98700	1961662
诚信集团财产公司	110000	687500
共和美国公司	200000	3075000
塞贝尔斯布鲁斯集团公司	16033	196404
斯坎迪亚公司＋	10000	234873
斯坎迪亚国际财产公司＋	7000	177516
圣保罗公司＋	355000	15442500
垂龙金融公司 A 类	160000	2235993
UNUM 公司	160000	3360000
联合保险公司	92000	1495000
美国生命公司	70000	1443750
威廉姆斯公司＋	925000	14453125
巅峰国家保险公司	200000	4100000
		255218039
其他金融—4.1％		
美国捷运公司	3030000	73098750
卡什美国投资公司	10000	160000
城市投资信托公司	420000	1680000
商业信贷公司	160000	4140000
联邦国家抵押公司*	6170000	198211250
联邦国家抵押公司＋*	668900	4682300
第一信托公司＋	23600	41300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绿树票据公司	90000	1451250
国际租借金融公司	800000	13500000
柳卡迪亚国家公司＋	160000	1880000
洛马斯抵押公司	107000	2206875
东北抵押公司＋	4900	9187
太阳城美国公司＋	26731	80193
普里莫里卡公司	535000	15916250
学生借贷市场联合公司	325000	24456250
		341513605

• 储蓄与借贷—2.2%

阿曼逊金融控股公司	109200	1583400
美国储蓄银行*	344000	4816000
安克储蓄银行＋	314000	1846512
苹果储蓄银行＋	148000	4144000
银行中心	70000	813750
班克沃塞斯特公司	16000	220000
海湾联邦储蓄与借贷公司＋	46300	810250
宾厄姆顿储蓄银行	135000	1890000
卡尔费德公司	342200	8726100
第一租借金融公司＋	200300	1652475
公民储蓄银行＋	3900	37050
康科德合作银行	25000	306250
海岸储蓄与借贷公司	190000	3230000
联邦集体储贷联合公司	24000	228000
联邦商用公司＋	9000	103500
克莱斯蒙联邦储蓄与借贷公司＋	170000	1997500
克罗斯兰储蓄公司*	735000	9738750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

△联邦储贷公司	205200	2462400
DN 储蓄银行	83500	668000
纽约代姆储蓄银行	459300	7922925
埃利奥特储蓄银行＋	10000	132500
埃利奥特储蓄银行＋	166900	1543825
埃克塞银行公司	240000	2970000
家用互助储蓄银行	199700	2046925
忠诚联邦储蓄借贷银行	65000	1746875
第一美国银行公司	470000	5581250
第一美国储蓄公司*	185000	2543750
第一埃塞克斯银行公司	60000	480000
第一康涅狄格联邦银行	30000	483750
波多黎哥第一联邦储备银行	179400	1480050
第一北方储贷联合公司	2000	29500
第一霍伯恩银行公司	65000	650000
第一金融公司	5000	79375
第一檀香山美洲公司＋*	239300	2811775
弗来明汉姆储蓄银行	90000	1125000
德镇储蓄银行	55300	511525
吉伯拉特金融公司	10000	40000
格陵夫德公司	649300	14041112
金色西部金融公司	44500	1190375
大美国第一储蓄银行	80000	1030000
大国银行	90000	1755000
大湖银行	144000	2628000
△大西部金融公司	450000	6018750
△大纽约储蓄银行	482600	3378200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格诺夫储蓄银行	43000	440750
△遗产储蓄银行	76000	940500
国内城市储蓄银行	98000	1886500
国内联邦储备与借贷联合公司(圣地亚哥)	381300	9246525
国内联邦储备与借贷联合分公司(东田纳西)	142700	2461575
国内储备银行	410000	5945000
美洲帝国公司	20000	227500
兰德马克储蓄联合公司	113100	593775
洛约纳资本公司	5200	55250
马里兰联邦储蓄与借贷联合	34000	340000
商人资本公司 A 类	163500	817500
都市联邦储蓄与借贷联合会	90000	2497500
都市金融公司	230900	2135825
蒙特克莱储蓄银行	30000	506250
新贝德福德储蓄机构	33100	529600
纽约银行公司＋	104200	794525
第一银行公司	164700	2408737
奥农多加储蓄银行＋	91300	490737
太平洋第一金融集团	90000	1170000
帕克瓦利储蓄联合会＋	79000	553000
人民储蓄银行＋	15000	140625
沃斯特人民银行公司	59000	966125
人民遗产银行	89200	1627900
布鲁克顿人民储蓄银行＋	112100	938837
△彭斯联邦银行	93000	825375

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普茨茅斯银行公司	5000	54375
普罗维登特银行公司	74000	860250
罗利联邦储蓄银行＋	126800	1252150
里士满希尔储蓄银行	140000	2835000
罗切斯特社区储蓄银行	80000	1030000
罗斯福联邦储蓄与借贷委员会＋*	340000	3272500
旧金山联邦储蓄与借贷委员会＋	274000	3767500
社会储蓄银行公司	8300	150437
萨默塞特储蓄银行	339400	4030375
绍斯霍尔德储蓄银行＋	87500	1815625
圣保罗银行公司	30000	330000
标准联邦银行＋	993200	8069750
TCF 银行业务与储蓄公司＋	210000	1995000
塔尔曼霍姆联邦储蓄与借贷委员会	340000	2635000
尤宁费德金融公司	500	6500
范加德储蓄银行	60000	615000
沃伦五分储蓄银行＋	10000	81250
华盛顿联邦储蓄与借贷委员会	49720	1342440
华盛顿互助储蓄银行	52000	760500
威伯斯特金融公司	115000	1265000
西部联邦储蓄银行	90000	1417500
		183620462
• 证券业—0.3%		
贝尔·斯特恩斯公司	15000	193125
科洛尼尔集团公司 A 类	80500	945875
△德雷福斯公司	150000	4368750
△伊顿金融公司＋	80000	510000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊顿·万斯公司	62300	1370600
第一波士顿公司	45000	1057500
第一资产公司＋	70000	385000
富兰克林资源公司	49000	863625
霍尔沃德集团公司	150000	2287500
自由投资者公司	5000	188920
梅里尔·林奇公司	50000	1181250
摩根·斯坦利公司	95500	5897125
奥本海默公司	2000	22250
佩因威伯集团公司	120000	1950000
普罗维登蒂公司	5000	146370
皇家业务集团公司＋*	113000	395500
萨洛蒙公司	87000	1892250
施瓦布查尔斯公司＋	20000	147500
希尔逊查尔斯兄弟财产公司	120000	2160000
联合资产管理公司	150000	1856250
		27819390
金融总计：		1356651374
·卫生—4.6％		
·药品与制药——3.1％		
阿拉扎公司＋	420000	10972500
阿蒙根公司＋	10000	322500
比奇曼集团	70000	1190000
比奇曼集团	140000	1201381
布里斯托尔·迈尔斯公司	565000	23235625
△CDC 生命科学公司＋	75000	1473447
△森托克公司＋	65700	1905300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科拉根公司＋	35000	205625
△伊兰公司＋	50000	587500
遗传学研究院＋	90900	2067975
格拉索控股公司	175000	3215625
格拉索东方控股公司	80000	1493711
伊穆尼克斯公司＋	5000	69375
百合公司	330000	27720000
百合公司(认股权证)＋	80000	2220000
马里恩实验室公司	250000	4937500
药物治疗服务公司	160000	2240000
默克公司	420000	65730000
谢尔林—普劳公司	620000	30302500
西格玛奥尔德里奇公司＋	5000	218750
史密斯克林公司	260000	13845000
斯奎布公司	175000	11331250
约翰公司＋	1110000	32190000
华纳—兰伯特公司	340000	24395000
威康公司＋	180000	1503896
		264574460
· 医疗设备与用品—1.0%		
艾博特实验室	125000	5859375
奥尔科保健服务公司	80000	1440000
阿尼梅德公司＋	196500	307031
实用生物科学国际公司＋	49000	710500
巴德公司	100000	3987500
鲍希与隆巴公司	50000	2200000
巴克斯特·特拉文实验室公司	868000	19964000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝克特·迪金森公司	90000	5017500
伯根·布伦斯威希公司 A 类	40000	1065000
生物鉴定系统公司＋	55000	6875
COBE 制药厂公司＋	5000	116250
观念公司＋	5000	66250
国际保健公司＋	176425	3307968
希尔勒布兰德工业公司	23800	728875
△英梅德公司＋	15000	33750
两约翰逊公司	236000	18732500
马奎斯特医疗产品公司	18500	138750
马凯森公司	181100	5840475
梅德特龙尼可公司	73000	6597375
门特公司	265800	2691225
穆尔医疗公司＋*	243700	4081975
诺瓦梅特里克斯医疗系统公司＋	7000	50750
全护理公司＋	140000	1015000
帕公司	75000	2250000
清教徒贝内特公司	1800	43650
		86252574
医疗设备与管理—0.5％		
美国保健公司	193000	3474000
贝弗利公司	81544	591194
查特尔医疗公司 A 类	75000	2306250
社区心理中心	380000	8312500
大陆医疗系统＋	64100	657025
△论坛集团公司	40000	160000
△南方保健康复中心＋	160000	1920000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保健公司A类+	10000	30000
美国医院公司	200000	6200000
休莫那公司	294000	7644000
医疗保护计划公司+	840000	1785000
医疗保护国际公司+	157500	1122187
国家医疗保护系统公司+	55000	22343
国家遗产公司	237700	1188500
△国家医药公司	280000	6055000
泰保卫生系统公司+	30000	240000
维护健康公司+	74500	372500
萨利科保健公司+	33000	437250
联合保健公司+	510000	2486250
西方世界社区保健公司+	281000	210750
		45214749
保健总计：		396041783

• 工业器械与设备—3.1%

• 电子设备—0.7%

安普公司	100000	4775000
贝兹集团公司+	150000	93750
查特动力集团公司	143800	916725
计算机产品公司+	320000	640000
美国动力公司·	310000	7091250
爱默森电器公司	15000	455625
通用电器公司	840000	33915000
哈贝尔(哈维)公司B类	85500	2874937
通用电子公司+	20000	97500
奥普特罗蒂奇公司+	17500	109375

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敏感电子公司	96500	880562
专用设备公司+	81900	1832512
斯坦福电讯公司+	28600	328900
顶点通讯公司+	33600	88200
维特罗尼克斯公司	25000	65625
W&G 公司	21600	437400
顶峰电器公司	75000	1396875
		55999236
·工业机械与设备—1.8%		
美国起重机与井架公司+	170000	1317500
比斯集团公司	26000	1332500
CMI 公司+	5000	15625
履带拖拉机公司	300000	18712500
库珀工业公司	640000	37520000
迪尔公司	365000	16835625
电子设计公司	25007	100028
唐纳森公司	50000	2106250
多弗公司	5000	311250
恩菲尔德有限公司	750000	3797542
古尔德水泵公司	10000	187500
格拉克公司	500	16687
哈夫斯拉德公司+	38000	3197115
哈尼什费格公司	460000	9085000
伊莫德拉瓦公司	315000	11733750
英格索尔·兰德公司	100000	3875000
大湖公司	146268	6289524
肯那金属公司	60864	2092200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基斯通国际公司	227500	4038125
查兰工业公司＋	631000	2095916
MLX 公司＋	47324	136056
米尔顿罗伊公司	96300	1191712
莫拉克机械公司	2100	48562
纽科尔公司	5000	36875
诺德逊公司	47700	1812600
帕克一汉尼芬公司	20000	725000
里格尔一伯洛伊特公司	91200	2416800
电流计公司＋	37200	279000
鲁尔工业公司＋	20500	158875
斯科弗博弗里	8000	318611
瑟莫电子公司＋	5000	84375
蒂姆肯公司	80000	5850000
托克海姆公司	90800	2111100
特里诺夫公司	130000	4095000
多变公司＋	1700000	5508968
		149433171

• 污染控制—0.6%

布朗宁·费里斯工业公司	205000	5330000
化学废物管理公司	380000	9880000
科莫多环境服务公司＋	10000	16875
控制资源工业公司＋	30000	176250
环境处理与技术公司＋	10000	148750
莱德劳运输有限公司	620000	10799203
奥格登公司	30200	913550
太平洋中心系统公司＋	10000	65000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗林斯环境服务公司	264000	5874000
废物管理公司	330000	11508750
韦斯顿公司+	31000	534750
威尔拉伯那特技术公司+	110000	2213750
苏恩工业公司	66100	1379837
		48840715
工业机械与设备总计		254273122
• 传媒与休闲—5.8%		
• 休闲—2.6%		
阿德尔菲亚通讯公司A类+	64000	1104000
艾尔科好客服务公司	140000	805000
美国电视与通讯公司+	620000	15965000
巴里斯工业公司+	175000	1771875
有线电视系统公司+	80000	2740000
凯撒世界公司+	708800	17011200
都城ABC公司	18200	6215300
狂欢游轮公司A类	2310000	31185000
锡达公平公司	840600	7880625
森特有线电视公司A类	148500	3749625
世纪通讯公司+	60000	1065000
竞技场企业公司+	500000	14000000
俱乐部媒体公司	68300	939125
哥伦比亚影业公司+	22080	171120
康门卡斯特公司A类	140000	3500000
康门卡斯特公司A类(特别股票)	160000	3640000
迪斯尼(沃尔特)公司	50000	2956250
新金融网络公司+	125000	718750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四季宾馆公司	280000	4083119
金矿公司＋	10000	108750
格兰达公司	700000	4185033
大美国通讯公司	23800	273700
假日公司	550000	14368750
香港电视广播网	35000	63285
无限广播公司＋	70000	1487500
琼斯投资公司 A 类＋	119200	1698600
琼斯有线公司	4000	50500
金世界产品公司＋	364300	6967237
拉昆塔汽车公司(长期债券)	5000	69375
拉昆塔汽车公司	40000	505000
马里奥特公司	180000	5310000
中西部通讯公司＋	40000	190000
金奖汽车旅馆	85000	3315000
里夫斯通讯公司＋	50000	275000
罗杰斯通讯公司 B 类＋	199731	5279074
电信公司 A 类＋	748000	19822000
特纳广播网公司(证股权证)＋	99000	643500
特纳广播网公司 A 类	180000	2745000
特纳广播网公司 B 类＋	199900	3048475
联合艺术家通讯公司＋	84000	2436000
联合有线电视公司	60000	1995000
共通公司＋	290000	6597500
华纳通讯公司	480000	14640000
西伍德第一有限公司＋	76700	1744925
		217320193

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

· 出版—2.2%

联盟出版有限公司	190000	11780000
甘尼特有限公司	240000	8550000
吉布森公司	60000	945000
格罗列公司+	200000	4875000
哈考特布雷斯乔瓦洛维奇股份有限公司	320000	2560000
霍顿-米夫林公司	103100	3776037
国际汤普逊组织公司	1200000	13367363
奈特一里德公司	15500	623875
麦克米兰公司	15000	855000
麦克拉奇报业公司 A 类	45000	736875
麦克林·亨特公司 X 类(可转换债券)	359000	6689347
通用媒体公司 A 类	140000	5740000
纽约时报公司 A 类	325600	9645900
普利策出版公司	20000	680000
绍瑟姆股份有限公司	620000	11050352
汤姆森报业有限公司 A 类	620000	14566372
时代股份有限公司	445000	37936250
泰晤士明镜公司	370100	12583400
托斯达公司 B 类	980000	21634871
论坛报公司	195000	7215000
华盛顿邮报公司 B 类	53700	11733450
		187544092

· 餐饮—0.6%

鲍勃埃文斯农庄股份有限公司	30000	525000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自助餐股份有限公司＋	1800	24300
教会烤鸡公司	28000	192500
柯林斯食品国际股份有限公司	440000	6270000
克拉克·巴勒老乡村商店	80000	1520000
邓金·唐努兹公司	283700	6454175
卡切尔(卡尔)公司＋	64000	992000
马修斯公司	23000	356500
麦当劳公司	520000	22620000
皮克迪里咖啡公司	95000	1306250
瑞安家族牛排店＋	83200	613600
萨巴罗公司＋	340300	5700025
热烫餐馆国际公司＋	131000	2227000
船长公司	33200	211650
TW 服务公司	75000	1284375
尤诺餐业公司＋	100400	953800
法兰西公司	60000	255000
		51506175

• 玩具与耐用休闲品—0.4%

美国兰德克鲁斯股份有限公司＋	104700	837600
鲍德温钢琴与风琴公司＋	50000	612500
布伦瑞克公司	920000	21505000
克里斯一克拉夫特工业公司＋	300000	5212500
科切曼工业公司	20000	155000
海岸股份有限公司＋	162400	913500
哈斯伯罗公司	15000	215625
马特尔股份有限公司＋	16500	113437
索尔工业公司	10000	117500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察大师理想集团股份有限公司＋	19000	114000
		29796662
传媒与休闲总计：		486167122
·非耐用消费品—4.4％		
饮料—1.0％		
艾德熊品牌＋	321700	4503800
安休斯尔—布希公司	455000	14503125
加拿大果酒公司，A类＋	27300	341250
可口可乐装瓶联合公司	74000	2146000
可口可乐公司	240000	9180000
可口可乐企业公司	950000	14012500
通用影业公司	230000	3766250
海内克公司(非投票权股票)	5000	336250
百事可乐股份有限公司	324000	11340000
西格兰姆有限公司	450000	23240974
		83370149
·食品—0.7％		
阿切尔—凡尼尔—米德兰公司	935000	18816875
博登公司	150000	7781250
卡斯尔和库克有限公司＋	25000	584375
科罗拉多优势公司＋	3500	45062
克那格拉公司	73400	1899225
德雷尔大冰淇淋公司＋	24000	357000
FPI公司	240000	2916513
通用密尔斯公司	55000	2612500
格伯产品公司	7100	286662
古德马克食品公司＋	20000	235000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫德森食品公司	36500	296562
IBP 股份公司	5000	73125
克拉夫特公司	15000	802500
麦克尔食品公司	35500	807625
贵格燕麦公司	56000	2597000
罗尔斯顿普里纳公司	43400	3070550
赖默公司＋	88200	1036350
萨拉李公司	210000	8452500
斯托克利美国公司	80000	450000
美味烘烤公司	205000	3997500
宝贝罗尔工业公司	106970	3021902
万能食品公司	73781	2194984
威尔逊食品公司＋	84000	1071000
		63406060

• 家用产品—0.9%

雅芳产品公司	5000	121250
克诺克斯公司	65000	2039375
高露洁公司	425000	18221875
兰卡斯特公司	5000	80000
帕特森公司	40000	239144
国际商标公司	225200	6812300
宝洁公司	260000	20247500
斯塔霍姆公司	306000	11322000
尤尼利夫公司(非投票权股票)	40000	1420000
尤尼利夫公司	220000	12980000
		73483444

• 烟草—1.8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利浦·莫里斯美国信托公司+	129100	2307662
贝特工业公司	80000	630000
洛韦斯公司	645000	46117500
菲利蒲·莫里斯公司	570000	51086250
RJR 纳比斯科公司	735000	38128125
美国烟草公司	399000	11970000
		150239537
非耐用消费品总计		370499190
·贵金属—0.5%		
德比尔斯联合采矿公司	2400000	25800000
洛霍东方公司	2500000	11033099
密诺克公司	280000	3780000
		40613099
·零售与批发—5.7%		
·服装商场—0.6%		
艾利森广场+	115000	129375
贝克股份公司	400000	3750000
布朗集团公司	76500	2658375
伯林顿服装厂仓储公司+	453500	7199312
CML 集团公司+	434400	8579400
迷人商店公司	16300	209862
成衣仓储公司+	20000	245000
埃文斯公司	150000	712500
皮毛屋公司	390000	975000
冈托斯公司+	60000	720000
盖普公司	20000	417500
界限公司	140000	2730000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅尔维尔公司	114600	7434675
梅里环游公司＋	180000	1822500
皮特里连锁店公司	30000	607500
布兰兹时尚公司+*	150200	1483225
西姆斯公司＋	843000	9273000
美国制鞋公司	65000	1332500
		50279724
• 器皿店—0.2%		
环城连锁店公司	309100	8577525
第一家族集团公司＋	5000	15000
汉德尔曼公司	100000	2850000
英特坦公司＋	88800	1898100
桑德仓库公司＋	1000	11500
周游世界音乐公司＋	115000	2587500
		15939625
• 药店—0.1%		
里特救助公司	213700	8147312
• 通用商品店—3.0%		
艾姆斯百货商店公司	250000	3875000
最优产品公司＋	36000	418500
塞弗恩公司＋	150000	2306250
坎皮尔公司＋	512000	9229148
卡森皮里斯科特公司(新)	285000	3811875
卡特霍里黑尔商行	510000	5163750
联合商店公司＋	146000	693500
克斯特克批发公司＋	430000	6020000
达特集团公司 A 类	19700	1457800

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴顿赫德森公司	25000	946875
迪拉德百货商店	60000	2205000
多拉尔家族商店	73100	877200
联合百货商店	29500	2138750
戈特沙尔克公司+	422000	5433250
希尔斯百货商店公司+	310200	3024450
K 交易中心公司	850000	28368750
卢里亚父子公司+	33400	350700
五月百货公司	200000	6975000
商行公司	395400	16903350
尼曼一马库斯集团	215000	2902500
帕斯成员货栈公司+	255100	2040800
彭尼公司	365000	17748125
皮克公司+	795000	12620625
普赖斯公司+	530000	19875000
西尔斯、罗巴克公司	569000	20341750
服务商品公司	520000	3835000
TJX 股份有限公司	783100	13606362
瓦尔交易中心商场	463000	13021875
沃德怀特公司	80000	488851
货仓俱乐部+	9000	20250
批发俱乐部+	193500	749812
沃尔伍思公司	960000	43440000
扎里公司	200000	4250000
		255140098

· 杂货店—0.4%

艾伯森夫妻店	45000	1299375

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿盖尔店	100000	371541
比尔德父子股份有限公司＋	125000	203125
男孩市场股份有限公司＋	210000	2572500
卡勒姆公司	40000	670000
德尔哈兹·弗里斯公司	64000	8458715
大太平洋与大西洋茶业公司	59500	2037875
幸运商店	214000	10165000
五月平等超市A类＋	16500	313500
纳什·芬奇公司	35000	805000
普罗文戈公司	140000	1176732
普布洛国际公司	20000	500000
赖克夫—塞克斯顿公司	53100	1407150
超级食品服务公司	129900	3036412
		33016925

·零售、百货—1.4%

高级市场服务公司＋	109900	1648500
伯克尔公司＋*	287000	645750
CSS工业公司＋	126000	1464750
凯西大众商店＋	21500	322500
儿童世界公司＋	200000	2750000
K圈公司	710000	8963750
多赛光学公司＋	25000	175000
设计艺术工业公司＋	10000	51250
纺织世界公司	20000	207500
通用建筑产品公司＋	6000	36000
大众圣饼公司	414000	3881250
格罗斯曼斯公司＋	365000	2783125

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格伦销售公司+	14500	152250
汉考克织品股份有限公司	174000	2827500
赫钦格公司B类(可转换债券)	121500	2035125
家用仓库公司	885000	21240000
尼蒂公司+	216000	378000
简·贝尔销售公司+	167200	2048200
珠宝商公司+	30000	127500
凯尔珠宝公司	237875	3181578
莱昂内尔公司+	21500	91375
迈克尔商店+	5000	29375
密歇根通用公司+	289000	14449
穆尔·汉德利公司+	68000	272000
国家便利商店公司	78000	643500
努威森公司+*	160000	1160000
富兰克·帕克斯顿公司A类	15000	219375
佩利斯公司	56000	819000
皮尔第一进口公司	760000	6460000
QVC网络公司+	16000	144000
斯皮格尔公司A类	103700	998112
阳光地带集团公司+	22300	103137
城乡珠宝制造公司	13500	94500
玩具R公司+	1295000	44515625
星期二早晨公司+	6000	38250
尤尼商贸中心公司A类	130690	914830
WNS公司+	20000	95000
威廉姆斯—索诺玛公司+	147000	2940000
		114472056

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售与批发总计：		476995740
• 服务业—2.5%		
• 印刷—0.6%		
AM 国际公司	110000	453750
埃塞特公司 B 类	600000	17564459
埃塞特商业系统公司	200000	7975000
纳舒厄公司 *	578300	18144162
巴黎商业机构公司＋	61600	431200
雷诺兹父子公司	35000	743750
罗克韦公司	207200	1838900
联合文具公司	28800	612000
变换系统公司＋	6000	87000
华莱士计算机服务公司	13300	553612
		48403833
• 服务业—1.9%		
ADT 公司	6469565	12811679
阿多夫系统公司＋	54000	317250
AIFS 公司＋*	262600	1280175
租车中介公司＋	75000	1425000
安可普公司＋	955600	8361500
蓝箭公司	3000000	6393539
CPI 公司	399000	7780500
CUC 国际公司＋	295000	7227500
美国校勘中心＋	9500	59375
生态实验室公司	36000	918000
FCA 国际有限公司	229000	1669703
富特科恩与贝尔丁通讯公司	17600	902000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公共集团公司	48700	1613187
金德·卡尔学习中心	1124000	12645000
拉·皮蒂研究院+*	800000	14200000
法律服务集团公司	1910000	12067570
米克尔贝里公司	20000	107500
国民教育公司+	445000	10624375
国民监护人公司+	252800	1769600
国民服务业公司	32300	726750
全权集团公司	12000	241500
波罗尼特公司+	25000	143750
罗伯特哈夫国际公司	19200	388800
罗特·鲁特尔公司	210000	4410000
萨特奇公司	675000	5155852
萨特奇公司(认股权证)	242100	5507775
国际服务公司	1530000	35763750
服务大师有限公司	25000	646875
七橡树国际公司	10000	85000
节俭租车系统公司	77000	1212750
联合搬运公司+*	116000	1015000
威尔弗雷德美国教育公司	93700	456787
		157928042
服务业总计:		206331875

· 工业技术—9.1%

· 通讯设备—0.2%

数据转换公司+	170000	1402500
数字微软公司+	20000	310000
流动技术公司+	10000	222500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃克塞兰公司＋	10000	122500
乔尼克斯公司＋	14000	52500
伊克蒂公司＋	45000	202500
网络系统公司＋	245200	2084200
普兰特诺尼克斯公司	188000	3313500
里根斯电子公司	30000	138750
锡纳科姆技术公司＋	10000	40000
三科公司＋	261500	5099250
电讯实验公司＋	28000	409500
沃达维技术公司＋	100000	412500
		13810200

・计算机服务与软件—1.9％

AGS 计算机公司＋	60000	1027500
ASK 计算机系统公司＋	295000	3613750
土坯系统公司＋	60000	1860000
美国管理系统公司＋	136700	1982150
阿普里肯公司＋	43000	559000
艾什顿・塔特公司＋	150000	4125000
商业地公司＋	410000	3433750
资本联合公司＋	150000	806250
科格诺斯公司＋	10000	71900
加密磁盘公司	685000	14470625
国际计算机联合公司＋	165000	4516875
计算机项目系统公司＋	3000	17250
计算机工厂公司＋	45000	551250
地平线计算机公司＋	64000	656000
大陆信息系统公司＋	481500	3671437

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康蒂纽姆公司＋	10000	125000
杜奎斯尼系统公司＋	4000	83000
埃普塞龙数据管理公司＋	7500	78750
第一金融管理公司＋	227000	6980250
费塞夫公司＋	32600	684600
通用汽车公司E类	95000	3657500
吉尔伯科学公司	620000	11005000
HBO公司	20000	180000
好客资本公司(新)＋	49000	12250
ISI系统公司	5000	60625
计算机中心公司＋	89700	661537
信息科学公司＋	27300	20475
英特逻辑扫描公司＋	219000	684375
英特利弗公司＋	70000	1233750
洛特斯发展公司＋	30000	705000
麦克尼尔—施文德勒公司	93200	1712550
美国管理科学公司＋	17400	106575
门特图表公司	190000	5035000
微软公司	60000	3390000
摩里诺联合公司＋	18000	288000
尼科公司	190300	2236025
热线软件国际公司＋	71800	744925
神喻系统公司＋	745000	12106250
全声系统公司	380000	6365000
政策管理系统公司＋	190000	4465000
普赖姆资本公司＋	108000	486000
SEI公司＋	445000	7342500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHL 系统公司＋	160000	2317009
安全卡服务公司	190000	1377500
软技术公司＋	77600	446200
软件出版公司＋	360000	5265000
斯特林软件公司＋	40000	330000
结构动力研究公司	23000	310500
桑加德数据系统公司＋	354400	6024800
系统公司	55000	1732500
系统软件联合公司＋	73500	1065750
远程信用公司	75000	2962500
电频公司	1380000	26220000
沃尔科数据系统公司＋	75000	93750
怀兰服务公司＋	15000	33750
XL/数据压缩公司＋	50000	1100000
		161091933

• 计算机与办公设备—3.9%

埃达吉公司＋	90000	78750
应用科技公司＋	100000	662500
阿姆达尔公司	64000	2136000
阿波罗计算机公司＋	130000	1852500
苹果计算机公司	910000	36400000
应用磁力公司＋	217000	3390625
阿塔里公司＋	20000	140000
3C 公司＋	65900	914362
康芒多国际公司＋	103300	1058825
计算机与通讯技术公司＋	11500	71875
数据控制公司＋	115000	3004375

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克雷研究公司＋	10000	796250
数据公司＋	70000	437500
数据转换公司＋	25000	281250
数据工程公司＋	2500	10000
数字设备公司＋	540000	56295000
EMC 公司＋	714400	10805300
吉尼科姆公司＋	210000	1811250
格特克公司＋	57700	750100
霍尼维尔公司	5000	321250
哈钦森技术公司＋	4000	45000
智力系统大师公司	5200	20800
国际商用机器公司(IBM)	855000	91912500
MAI 四基公司	9500	168625
MSI 数据公司＋	22900	558187
麦克斯特公司＋	275000	3781250
微波里斯公司＋	172000	4063500
迷你抄写公司＋	170000	1785000
NCR 公司	90000	5186250
国民微电子公司＋	10000	29375
洞察技术公司＋	45000	213750
皮特尼・鲍斯公司	515000	22981875
锥体技术公司＋	8400	88200
路透公司＋	77200	810600
缩图公司＋	10000	100000
太阳微系统公司＋	80000	2860000
坦德姆计算机公司＋	80000	1430000
坦迪公司	225000	9450000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特尔克森公司	8400	168000
暴风雨技术公司+	122900	891025
特拉数据公司+	268000	4556000
三合一系统公司+	160000	1700000
尤尼斯公司	1350000	44043750
有效逻辑系统公司+	105000	459375
西方数字公司+	64000	952000
威卡特系统公司+	66000	165000
施乐公司	143569	7591210
施伯公司+	36000	121500
		327350484

·电子仪器—0.2%

应用材料公司+	180000	4590000
BMC 工业公司+	105700	673837
核心工业公司	30000	412500
吉纳德公司+	100000	912500
KLA 仪器公司+	175000	3193750
库里克·索法公司+	20000	185000
LTX 公司+	10000	155000
麦克西姆联合产品公司+	105000	630000
纤度量公司+	20000	55000
信用公司+	24000	105000
硅谷集团公司+	215000	1612500
瓦里安联合公司+	21100	548600
维科仪器公司	5000	75000
		13148687

·电子业—2.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AVX 公司+	145000	2338125
前进电路公司+	126700	443450
高级微设备公司+	20000	220000
颂歌电子公司+	346466	3681201
箭电子公司+	65000	487500
阿维尼特公司	226000	5480500
BR 英特公司+	88000	484000
伯尔·布朗公司+	240500	3547375
CTS 公司	23200	545200
科科门公司+	115000	517500
赛普里斯半导体公司+	160000	1780000
迪斯恩电子公司+	39500	1125750
杜科蒙公司	65000	292500
电磁科学公司+	20000	255000
哈德克公司+	10000	57500
集成仪器技术公司+	175000	2406250
英特尔公司+	1660000	48762500
线性技术公司+	7000	73500
马歇尔工业公司+*	737000	12068375
矩阵变换科学公司	30000	345000
电子思维公司 A 类	183000	1052250
微技术公司+	100000	1787500
半微公司+	270500	1690625
莫利克斯公司	53500	2126625
摩托罗拉公司	500000	21875000
国家半导体公司+	1530000	17403750
先锋标准电子公司	69400	598575

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普赖米尔工业公司	15300	436050
理查森电子公司＋	14500	282750
罗杰斯公司	48900	1259175
谢尔达尔公司＋	15000	91875
通用硅公司＋	25000	90625
硅系统公司＋	115000	1552500
斯普拉格技术公司＋	10000	101250
标准微系统公司＋	225000	1265625
得克萨斯仪器公司	595000	27741875
汤姆森·贝茨公司	62500	3281250
泰勒公司	207300	2772637
标准技术公司	120000	445850
维谢伊技术公司＋	1700	45050
怀尔实验公司	441400	3972600
希克公司＋	280000	2310000
		177094663
·摄影器材—0.8%		
伊斯曼柯达公司	1660000	67437500
宝丽来公司	110000	3465000
		70902500
技术总计		763398467
·运输—4.5%		
·空运—1.8%		
AMR 公司＋	293500	12620500
阿拉斯加航空集团公司	100000	1687500
阿利吉斯公司	100000	8325000
科曼德航空公司＋*	45000	360000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

D.N.L. 公司+	100000	1866986
德尔塔航空公司	720900	36856012
华盛顿远征国际公司+	194100	3251175
联邦捷运公司+	140000	6492500
英特运输公司+	206800	1990450
KLM 荷兰皇家航空公司	545000	10355000
米特罗航空公司+	10000	40000
米德韦航空公司+	280000	3465000
西北航空公司	310000	13485000
北方空运公司	45100	298787
帕瓦公司+	541000	8656173
科尔港公司+	54000	351000
西南航空公司	170000	2911250
阳光世界国际航空公司	69000	21562
得克萨斯航空公司+	755000	9626250
虎牌国际公司+	218500	3113625
环球航空公司+	36500	1040250
美国航空集团公司	770000	28393750
		155207770

· 铁路—1.7%

伯灵顿北方公司	400000	27250000
CNW 公司	105000	2283750
希克斯公司	1425000	43106250
联合铁路公司	970000	29706250
加特克斯公司	180000	8235000
哈蒙工业公司	3100	18987
中南公司+	1500	32250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺福克南方公司	330000	8992500
特里尼蒂工业公司	200000	5875000
联合太平洋公司	280000	17850000
		143349987
• 轮船—0.5%		
美国总统公司	200700	5895562
伯格森集团 A 类	115000	9030448
伯格森集团 B 类	135000	10384614
伯休公司＋	40000	935897
货舱运输公司＋	140000	2800000
甘杰 • 罗尔夫公司＋	40000	945512
戈塔斯 • 拉森船运公司	170000	4845000
国际船运控股公司＋	28500	498750
航海合伙公司	112700	1028387
远洋船运集团公司	143400	3047250
海上集装箱公司	200000	4425000
双城驳般公司＋＋	68000	4250
瓦德公司＋	5000	87339
		43928009
• 汽车运输—0.5%		
阿肯色贝斯特公司	65000	877500
建筑者运输公司＋	25000	306250
卡罗来那货运公司	35000	896875
联合货运公司	30000	888750
信使公司＋	70600	229450
MNX 公司＋	40000	355000
P. A. M. 运输服务公司＋	10000	30000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉克公司	330000	2887500
道路服务公司	35000	1111250
赖德系统公司	865000	25193125
沃纳公司	33000	470250
XTRA 公司	309700	9600700
特拉华黄色货运系统公司	10000	286250
		43132900
运输总计：		385618666
·公共事业—5.9%		
蜂窝电话—0.8%		
BCE 公司＋	73500	1027160
通用仪器公司	190000	5890000
LIN 广播公司＋	395000	20688125
LPL 投资集团公司＋	184500	2214000
地铁流通公司＋	290000	9570000
美国移动通讯公司 B 类＋	125000	3328125
拉科电子公司	3880000	15440304
科学亚特兰大公司	10000	146250
锡丘里克集团	50000	247065
锡丘里克集团 A 类	150000	596918
安全服务公司	550000	2199075
绍尔电缆系统公司	434700	2905391
先锋蜂窝系统公司＋	20000	425000
		64677413
·电子—1.8%		
美国电力公司	40000	1085000
CMS 能源公司＋	1420000	23430000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央与中西部公司	5000	157500
中央缅因电力公司	137800	2325375
中国光电公司	1684500	4061110
联邦爱迪生公司	618	16686
东部公用事业联合公司	31794	786901
埃尔帕索电器公司	220000	3547500
通用公共事业公司	1855000	57968750
香港电子控股公司	3936000	3987482
休斯敦工业公司	5000	152500
堪萨斯城光电公司	80000	2140000
堪萨斯天然气与电子公司	115000	2271250
长岛照明公司＋	550000	4881250
中南公用事业公司＋	2350000	22618750
明尼苏达光电公司	235000	5493125
蒙大拿电力公司	15000	495000
纽约州电能与天然气公司	4500	97312
尼亚加拉莫霍克电力公司	105000	1351875
东北公用事业公司	145000	2863750
太平洋公司	50000	1706250
印第安纳公共事业公司＋	525000	6759375
谢拉太平洋资源公司	30300	662812
联合电子公司	33000	767250
统一照明公司	10000	202500
		149829303

·天然气—0.6%

海岸公司	794000	22331250
恩朗公司	45000	1648125

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩赛奇公司	190000	3443750
公正资源公司	91300	3127025
KN 能源公司	12500	214062
梅普克公司	71800	3706675
石油合伙公司	560000	10710000
西南能源公司	257900	4964575
得克萨斯东部公司	20000	625000
特兰斯克能源公司	10000	286250
瓦里伦能源公司＋	300000	1950000
威廉姆斯公司	65000	1787500
		54794212
·电话服务—2.7%		
美国电话与电报公司(AT&T)	595000	16065000
大西洋贝尔公司	135000	11677500
太平洋贝尔公司	165000	10910625
南方贝尔公司	5000	193750
世纪电话业务公司	189850	4675056
通讯卫星公司	30000	877500
西班牙国家电话公司	910000	20816250
康特公司	550000	18287500
吉蒂公司	80000	2850000
MCI 通讯公司＋	705000	7843125
尼尼克斯公司	315000	20278125
太平洋通讯集团公司	2250000	64125000
新英格兰南方电信公司	228200	11438525
西南贝尔公司	570000	20662500
西班牙国家电话公司(新)	20719	159096

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

墨西哥电话公司	22800000	4275000
电话与数据系统公司	157000	3826875
美国西部公司	105000	5499375
联合电讯公司	232600	6570950
		231031752
公用事业总计：		500332680
普通股总计：(平均成本：7795659705)		7951087682
·优先股—0.7%		
·可转换优先股—0.6%		
·基础工业—0.3%		
钢铁—0.2%		
伯利恒钢铁公司(2.50美元)	190000	4940000
伯利恒钢铁公司(5.00美元)	160300	8475862
		13415862
有色金属—0.1%		
潘斯·道吉公司(3.00美元)	110000	6242500
基础工业总计：		19658362
·石材—0.1%		
汉森公司10%	800000	1765295
尹特尔公司3.375美元(B类C系列)	51700	2559150
		4324445
·建筑与房地产—0.0%		
建筑—0.0%		
马格尼特南方公司(5.625美元)	8000	12673
佩里尼公司(2.125美元)	43300	1001312
		1013985

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·耐用品—0.1%		
·汽车、轮胎与附件—0.1%		
拉姆森·塞欣斯公司(2.0625 美元)	24000	720000
海军之星国际公司(6.00 美元)(G 系列)	46000	2288500
		3008500
·能源—0.0%		
·石油与天然气—0.0%		
海鸥能源公司(2.25 美元)(A 系列)	17000	463250
托斯科公司(2.375 美元)(E 系列)	59100	2002012
		2465262
·金融—0.1%		
·保险—0.1%		
第一管理公司(1.5625 美元)(G 系列)	403000	6548750
联合资源公司(4.25 美元)	25000	846875
		7395625
·证券业—0.0%		
第一资本控股公司(2.0625 美元)	85000	1466250
金融总计：		8861875
·工业机械与设备—0.0%		
美国国际集团公司(2.00 美元)(可流通)	62000	1162500
·零售与批发—0.0%		
·零售百货—0.0%		
批发俱乐部公司(2.125 美元)	63600	954000
·服务业—0.0%		
·租赁与出租业—0.0%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Xtra 公司(1.9375 美元)(B 系列)	42300	1120950
·服务业—0.0%		
霍利集团(36 美分)+	400000	2640399
服务业总计:		3761349
·工业技术—0.0%		
·计算机与办公设备—0.0%		
尤尼斯公司(3.75 美元)(A 系列)	29000	1754500
·电子—0.0%		
·高级微型设备公司(0.30 美元)	20000	700000
工业技术总计		2454500
·运输—0.0%		
·船运—0.0%		
海上集装箱公司(4.125 美元)	34700	1561500
·公共事业—0.0%		
·天然气—0.0%		
瓦莱罗能源公司(2.0625 美元)	138600	2494800
可兑换优先股总计:		51721078
不可兑换优先股—0.1%		
·能源—0.1%		
石油与天然气—0.1%		
莫萨有限合伙人公司 A 类优先股	80000	1000000
斯奈德石油合伙人公司 A 类优先股	139700	2514600
		3514600
·非耐用品—0.0%		
·食品—0.0%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快捷独立包装公司A类	30000	213750
·零售与批发—0.0%		
·服装店—0.0%		
迪莱克斯合伙公司A类	15000	118483
·零售、百货—0.0%		
皮尔第一进口公司(0.25美元)	65790	180922
批发与零售总计		299405
·运输—0.0%		
·空运—0.0%		
得克萨斯航空公司(利率12.00%)	70000	428750
得克萨斯航空公司(6.50美元)	53000	192125
		620875
·船运—0.0%		
海上集装箱公司(2.10美元)	9199	155233
海上集装箱公司(2.10美元)(1982年系列)	21751	361610
		516843
运输总计:		1137718
·公益事业—0.0%		
电业—0.0%		
长岛发电公司(3.31美元)(T系列)	37600	1123300
长岛发电公司(3.50美元)(V系列)	30800	935550

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长岛发电公司(4.25 美元)(U 系列)	11100	373237
新罕布什尔公共服务公司(11.24 美元)++	19000	109250
新罕布什尔公共服务公司(13.80 美元)++	65000	390000
		2931337
·天然气—0.0%		
美国人公司(1.15 美元)	21800	21800
公益事业总计：		2953137
不可兑换优先股总计：		8118610
优先股总计(平均成本 66036725 美元)		59839688
·公司债券—0.2%		
·可转换债券—0.2%		
·基础工业—0.0%		
·化学品与塑料—0.0%		
帕克电子化学公司(利率 7.25%，2006 年 6 月 15 日到期)	1400000	1372000
·集团企业—0.0%		
UNC 公司(利率 7.5%，2006 年 3 月 30 日到期)	2400000	1836000
·建筑与房地产—0.0%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产—0.0%		
南方马克公司(利率8.5%,1998年1月15日到期)	2800000	1064000
·耐用品—0.0%		
·汽车、轮胎与附件—0.0%		
萨德伯里控股公司(利率7.5%,2011年4月15日到期)	500000	415000
威克斯公司(利率12%,1994年1月31日到期)	39500	39500
		454500
·家用耐用品—0.0%		
格兰特工业公司(利率8.5%,2003年6月1日到期)	1249000	674460
耐用品总计:		1128960
·能源—0.0%		
·石油与天然气—0.0%		
瓦尔科国际公司(利率10%,2007年1月15日到期)	500000	1000000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·金融—0.0%		
·银行—0.0%		
梅隆银行公司(利率7.25%,1999年9月1日到期)	500000	405000
	本金	价值
·卫生保健—0.1%		
药品与制药—0.0%		
通用生物技术公司(利率7.25%,1997年4月15日到期)	200000	120000
·医疗设备管理——0.1%		
论坛集团公司(利率6.25%,2011年8月15日到期)	1500000	1245000
国家医疗事业公司*	9000000	2655000
		3900000
卫生保健总计:		4020000
·工业机械与设备—0.0%		
·电子设备—0.0%		
计算机产品公司(利率9.5%,1997年5月15日到期)	300000	216000
·媒体与休闲—0.1%		
·娱乐—0.1%		
康门卡斯特公司	8000000	5280000
·非耐用品—0.0%		
·食品—0.0%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿勒格尼饮料公司(利率 9.5%，2010 年 9 月 1 日到期)	1400000	868000
德雷尔大冰淇淋公司(利率 6.5%，2011 年 6 月 1 日到期)	1000000	670000
		1538000
·零售与批发—0.0%		
·衣服店—0.0%		
CML 集团公司(利率 7.5%，2012 年 7 月 1 日到期)	1800000	1494000
皮特里商店公司(利率 8%，2010 年 12 月 15 日到期)	400000	424000
		1918000
·服务—0.0%		
国际服务公司(利率 6.5%，2011 年 4 月 15 日到期)	500000	550000
·运输—0.0%		
·空运—0.0%		
美国西部航空公司(利率 7.75%，2010 年 8 月 1 日到期)	400000	196000
·铁路—0.0%		
特里尼蒂工业公司(利率 0%，2001 年 11 月 23 日到期)	3400000	1432250
运输总计：		1628250
可兑换债券总计：		21956210

·不可兑换债券—0.0%

·建筑与房地产—0.0%

·建筑材料—0.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨人集团公司(利率 14.5%,1995 年 4 月 15 日到期)	800000	800000
• 房地产—0.0%		
米勒父子公司(利率 11%,1989 年 10 月 1 日到期)	52100	50277
建筑与房地产总计:		850277
• 工业机械与设备—0.0%		
• 污染控制—0.0%		
废品管理公司(利率 0%,2001 年 1 月 21 日到期)	2000000	1220000
• 非耐用品—0.0%		
• 饮料—0.0%		
西格兰曼(约瑟夫)父子公司(利率 0%,2006 年 3 月 15 日到期)+	5000000	1343750
• 交通运输—0.0%		
• 空运—0.0%		
大陆航空公司(利率 11%,1996 年 9 月 2 日到期)	1422400	1072276
• 公用事业—0.0%		
• 电业—0.0%		
新罕布什尔公共服务公司(利率 17.5%,2004 年 10 月 15 日到期)++	2500000	971875
不可兑换债券总计:		5458178
公司债券总计(平均成本 30998577 美元):		27414388

联合投资托拉斯—0.1%	单位	价值(美元)
• 能源—0.0%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油与天然气—0.0%		
尤尼特公司+	141000	881250
·服务—0.1%		
太阳分配者公司	412800	3715200
联合投资总计(平均成本 5054429 美元)		4596450

·短期债务—4.6%	到期金额	价值
·回购协议投资(美国财政部债券)		
利率 6.50%,1988.4.1 到期	9001625	9000000
利率 6.49%,1988.4.1 到期	374894190	374624000
		383624000
总投资—100%(平均成本 8281373436 美元)		8426562208

注：

+非收益性证券

++非收益性证券:发行者按第十一章的方式支付补贴。

*附属公司:至少拥有 5%的投票权股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录十一　如何选择一个成功的基金*

迈克尔·D·赫什分析了互助基金的增长情况并讨论了在正常情况下选择基金的方法。选择成绩最好的基金并不能确保你成功，却可能会让你接二连三地遭受厄运。例如，他例举了44种华尔街基金，它们在1975年都名列前茅，可到了1984年都变成最差的了。

赫什先生建议我们在进行选择时要注意它们的历史记录，并不时地更换一下。他从1000多个基金中不断筛选，最后留下了几十个基金供你选择。

文中漏掉的一个重要步骤就是如何使选择更方便一些。《福布斯》每年夏天都精心选择一些互助基金登在它的"光荣榜"上，但是这些基金在第二年的落选率也很高：25%～30%。赫什先生本人使用的资料是由CDA投资技术公司提供的，上面列举了三年中成绩最好的基金。这些长期记录是由基金自己公布的。

下一步，你就必须亲自与投资经理们见面了。（赫什先生用了一个形象的名词：私人交流）与成功者交流无需多虑，但是，成绩平平的先生们却倾向于在公关方面下功夫。赫什先生建议我们问这样几个问题，（并定期检查核实）基金里的人不会避而不谈的。基金是由一个委员会管理还是由一些明星们负责？（赫什先生喜欢后者）这些明星们为基金工作多长时间了？（赫什先生认为至少要有

---

* 节选自约翰·特雷恩的评论文章，评论对象是《华尔街杂志》1987年4月17日发表的文章《多基金投资选择》，作者迈克尔·D·赫什系共和国民银行投资部的经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3年,5年以上更佳)

如果一位关键的经理离开了基金或者改变了自己的技巧,那么投资者就应该考虑重新选择了。赫什先生在文中例举了一位“比较有能力”的经理(其实就是乔治·切斯纳特),他特别迷恋科尔比石油公司,不顾市场环境的恶化,购买了大量的股票,于是他的成绩就变糟了。不管怎样,当你打算转移投资的时候,至少有30～35个基金可以引起你的注意,你可以从中做出选择。

赫什先生接下来建议我们要考虑投资的先后顺序:固定收入,扩张性增长,稳定增长等。文章认为,投资者应该根据市场环境分散投资于这些领域。我对此有不同看法。大多数零星基金的购买者通常都是在牛市中疯狂买进,而在熊市中由于恐惧而退出基金。因此普通读者的投资不太分散或许会更好。

尽管如此,我仍然认为,如果普通读者按照赤什先生的建议行动,肯定会有所收获。

我曾经研究过赫什先生的业绩,他的平衡性基金成绩超过了一般水平,甚至超过了某些权益性基金。其他的基金咨询家或许没有他这样的业绩。在目前这种盲目追随的情况下,基金咨询这个行业还会继续扩张,直到他们的选择起负面作用为止。然而,如果你对他们置之不理,你就节省了时间,并能通过有系统的分散投资获利,既使你对自己的选择知之甚少。

一个资本雄厚、经验丰富的投资者在选择基金时是否更有利呢?我的经验是:寻找一个持续盈利的公司并不比寻找一个持续盈利的基金更困难。资本雄厚的投资者选择基金是出于某些特殊的原因,如进入某一国家或某一行业。